

Dipartimento di Giurisprudenza

Cattedra di Diritto Privato Comparato

## ESG BOND. UN'ANALISI COMPARATISTICA

Chiar.ma Prof.ssa

BARBARA DE DONNO

---

RELATORE

Chiar.mo Prof.

EUGENIO RUGGIERO

---

CORRELATORE

GIOVANNI  
DI GASPARE  
Matr. 152113

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

## **INDICE**

<b>INTRODUZIONE</b>	<b>3</b>
<b>CAPITOLO I - La finanza sostenibile nel contesto europeo</b>	<b>5</b>
1. Breve introduzione ai criteri ESG	5
2. Preambolo normativo: accordo di Parigi e Agenda 2030 delle Nazioni Unite	7
2.1 Finanza sostenibile: il piano d'azione della Commissione per un'economia più verde e più pulita	10
2.2 Regolamento UE 2019/2088 <i>Sustainable Finance Disclosure              Regulation</i> o "SFDR"	12
2.2.1 La Banca d'Italia sulla <i>ESG Disclosure</i>	16
2.3 Regolamento UE 2020/852 c.d. Regolamento sulla Tassonomia	19
2.4 Sulla responsabilità dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari	24
3. Prodotti finanziari ESG	31
<b>CAPITOLO II - La finanza sostenibile nell'ordinamento americano</b>	<b>34</b>
1. Introduzione ai criteri ESG nella cultura statunitense	34
2. Cenni sul diritto societario statunitense	36
3. Panoramica istituzionale sulle più recenti politiche ESG americane	41
4. Il quadro normativo statunitense sulle informative ESG	47
5. Azioni di <i>enforcement</i> relative a questioni ESG	52
6. Introduzione al mercato americano degli ESG Bond	54
<b>CAPITOLO III – ESG Bond</b>	<b>58</b>
1. ESG Bond	58
2. Linee guida: ICMA ed Europa	61
2.1 Green Bond	65
2.2 Social Bond	70
2.3 Social Impact Bond	73
2.4 Sustainability-linked Bond	76
2.4.1 Il caso Eni	81
<b>CONCLUSIONI</b>	<b>85</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>87</b>

## INTRODUZIONE

La lotta ai cambiamenti climatici, all'inquinamento, la gestione della crisi energetica e la riduzione della biodiversità sono solo alcune delle ormai note problematiche ambientali che si aggravano di giorno in giorno a livello globale insieme a dinamiche sociali sempre più difficili e complesse da affrontare.

Intraprendere una strategia d'investimento che supporti l'implementazione dei fattori ESG, vuol dire supportare società in grado di ottenere un *rating* elevato nelle valutazioni di responsabilità ambientale, sociale e di *governance*. Significa, quindi, integrare fattori potenzialmente idonei ad incidere positivamente nella società.

In tale contesto, la cosiddetta finanza sostenibile e quindi tutti i partecipanti ai mercati finanziari sono chiamati a svolgere un ruolo attivo e fondamentale per uno sviluppo utile al miglioramento delle condizioni attuali.

Negli ultimi anni, strumenti finanziari correlati alla sostenibilità come gli ESG Bond, hanno trovato ampia diffusione tra il pubblico degli investitori professionali e non. Sembra ben accolta la prospettiva di margine economico correlato ad obiettivi sostenibili.

L'elaborato aspira ad offrire un'analisi comparatistica degli ESG Bond, mettendo in relazione l'ordinamento europeo, in particolare quello italiano, e l'ordinamento statunitense.

Nel primo capitolo verrà delineata la cornice normativa dell'Unione europea in tema di finanza sostenibile, con un *focus* sull'ordinamento italiano.

In particolare, dopo una breve introduzione storica sulla finanza sostenibile e un preambolo normativo sull'Accordo di Parigi e sull'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile, verrà analizzato il conseguente Action Plan della Commissione dell'8 marzo 2018 e poi, più nel dettaglio, i Regolamenti UE 2019/2088 e 2020/852. Una volta esposti e chiariti i concetti di "investimenti sostenibili" e di "rischio di sostenibilità", si volterà prospettiva sull'ordinamento giuridico italiano, cominciando dall'ultimo *paper* pubblicato dalla Banca d'Italia sull'informativa ESG e passando a brevi cenni sulla responsabilità da prospetto.

Nel secondo capitolo si volterà prospettiva oltreoceano, analizzando l'ordinamento statunitense e cercando di definire, per quanto possibile, un quadro normativo sulla

finanza sostenibile. Oltre alla necessaria introduzione storica, verranno analizzate le diverse agenzie federali coinvolte, le loro più recenti politiche intraprese sulla sostenibilità, finendo per descrivere un ordinamento nel quale, ad oggi, vige un quadro normativo ESG piuttosto frammentato.

Invece, nel terzo ed ultimo capitolo verranno illustrati gli strumenti finanziari di debito legati alla sostenibilità. *Green Bond*, *Social Bond*, e *Sustainability-Linked Bond* verranno descritti nel dettaglio insieme ad esempi concreti e attuali di emissioni da parte di entrambi gli ordinamenti citati. Emergeranno analogie e differenze che verranno poi evidenziate nella conclusione, in cui, oltre a cristallizzare il quadro contemporaneo alla luce delle ultime e più recenti notizie finanziarie, si cercherà di prevedere i possibili scenari futuri.

## Capitolo I – La finanza sostenibile nel contesto europeo

### 1. Breve introduzione ai criteri ESG

“C’era un grande entusiasmo, una determinazione volitiva, il senso di una missione da compiere in nome dell’umanità. Ma non c’era di certo la convinzione che avremmo avuto, diciamo così, tanto successo”. James Gifford, oggi a capo del *Sustainable & Impact Advisory and Thought Leadership* del Credit Suisse a Zurigo, era un dottorando presso la facoltà di economia dell’Università di Sidney quando nel 2003 iniziò un tirocinio non retribuito presso le Nazioni Unite, entusiasta del loro “*Environment Programme Finance Initiative*<sup>1</sup>” (UNEP FI) presso la sede di Ginevra.

L’UNEP FI si sostanzia in una collaborazione globale istituita tra il Programma Ambientale delle Nazioni Unite (UNEP) e il settore finanziario tramite l’intervento di quest’ultimo per allineare le economie mondiali allo sviluppo sostenibile. Istituzioni finanziarie vengono convocate e su base volontaria interagiscono affinché possano essere trovate soluzioni pratiche per affrontare le numerose questioni legate alla sostenibilità che il presente è obbligato a risolvere, come ad esempio, la limitazione delle emissioni di gas serra, la protezione della natura, la promozione dell’economia circolare e il sostegno all’inclusione finanziaria per ridurre le disuguaglianze. I modelli sviluppati possono essere un riferimento per altri operatori del settore finanziario destinati ad affrontare le stesse sfide allineandosi lungo un percorso sostenibile. Fondata nel 1992, l’UNEP FI è stata la prima organizzazione del settore finanziario ad impegnarsi per la sostenibilità. Ancora oggi, l’UNEP FI, con sedi localizzate in Africa, Medio Oriente, Asia, Pacifico, Europa, America Latina, Caraibi e Nord America e con un patrimonio superiore a 100.000 miliardi di dollari, è il punto di riferimento per più di 450 istituzioni finanziarie.

Per James Gifford seguì un’assunzione nello stesso dipartimento dove in poco tempo venne coniato il celebre acronimo ESG, *Environmental Social Governance*, e si gettarono le basi per un nuovo settore della finanza correlato alla sostenibilità<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> United Nations Environment Programme Finance Initiative, [www.unepfi.org](http://www.unepfi.org)

<sup>2</sup>Eugenio Occorsio, “Vi racconto com’è nata la finanza sostenibile”, La Repubblica, 16 dicembre 2021, [www.repubblica.it](http://www.repubblica.it)

Pochi anni prima, nel luglio del 2000, il Segretario Generale delle Nazioni Unite Kofi Annan si fece portavoce del Global Compact, un'iniziativa UN intrapresa per sostenere dieci principi in materia di diritti umani, condizioni di lavoro, ambiente e lotta alla corruzione. L'idea ispiratrice era che il settore privato, insieme ad altri attori sociali, potesse dare un grosso contributo a realizzare un'economia globale più stabile e inclusiva. Gli obiettivi espressamente dichiarati consistevano in:

1. Integrare nelle attività commerciali di tutto il mondo i dieci principi riconducibili alle seguenti macro aree: diritti umani, lavoro, ambiente e lotta alla corruzione;
2. Catalizzare azioni a sostegno dei predetti obiettivi attraverso diversi meccanismi: modelli di *leadership*, dialoghi appartenenti al circuito politico-istituzionale, sostegno al loro apprendimento, alle reti locali e allo sviluppo di relativi progetti.

A giugno 2004, più di 1.500 aziende in tutto il mondo si erano impegnate ad aderire al Global Compact e ai suoi principi.

La stessa Organizzazione delle Nazioni Unite, coadiuvata dallo stesso Segretario Generale in carica, Kofi Annan, a Zurigo, il 25 Agosto 2005 organizzò la conferenza "*Who Cares Wins*<sup>3</sup>", dove, per la prima volta analisti, istituzioni finanziarie, società, fondi pensione, borse valori e altri partecipanti ai mercati finanziari, esaminarono il ruolo dei criteri ESG nella gestione patrimoniale e nella ricerca finanziaria, riscontrando un notevole consenso sul fatto che avrebbero avuto un importante rilievo negli anni a venire.

Di conseguenza nell'aprile del 2006, un'associazione indipendente, nonostante le relazioni con i responsabili politici globali e il sostegno delle Nazioni Unite, senza però essere formalmente associata ad alcun governo e composta essenzialmente da una rete di investitori, presentò alla Borsa di New York i *Principles for Responsible Investment* (PRI). Essi si sostanziano in sei principi volti a incorporare parametri ESG nell'analisi finanziaria e nei processi di decisione riguardanti gli investimenti; essere azionisti attivi e incorporare i parametri ESG nelle politiche e nelle pratiche di azionariato; esigere la rendicontazione sui parametri ESG da parte delle aziende

---

Vitaliano D'Angerio, Gifford, *l'inventore della sigla Esg: «Volevo aiutare i fondi pensione a investire»*, Il Sole 24 Ore, 17 gennaio 2022, [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

<sup>3</sup> Who Cares Wins, [documents1.worldbank.org](http://documents1.worldbank.org)

oggetto di investimento; promuovere l'accettazione e l'implementazione dei principi nell'industria finanziaria; collaborare per migliorare l'applicazione di questi principi<sup>4</sup>. Proprio per uniformarsi ai *Principles*, è in forte crescita l'adozione di codici di condotta da parte delle aziende che stabiliscono norme comportamentali volte a favorire lo sviluppo di un ambiente dignitoso e sereno per tutti i lavoratori, ma anche i cosiddetti codici di *stewardship*, ossia politiche e accordi tra investitore e società per la tutela dell'ambiente e per l'adozione delle migliori pratiche da parte dell'azienda con lo scopo di responsabilizzare gli individui che gravitano attorno ad essa.

In quest'ottica trova spazio la sopracitata collaborazione fra PRI e United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI), una partnership globale tra le istituzioni del settore finanziario, consistente nell'impegno degli investitori al rispetto di un vincolo fiduciario, che richiede un processo di assimilazione dei criteri ESG nelle decisioni relative agli investimenti, visto che *“la mancata considerazione di tutti i valori degli investimenti a lungo termine, comprese le questioni ESG, rappresenta un fallimento del dovere fiduciario”*<sup>5</sup>.

## **2. Preambolo normativo: accordo di Parigi e Agenda 2030 delle Nazioni Unite**

In tempi recenti, dibattito politico ed economico-finanziario internazionale si sono concentrati su tematiche attuali, quali l'ambiente, l'inclusività e gli aspetti sociali. “Con l'adozione nel 2015 dell'accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile, i governi di tutto il mondo hanno scelto una via più sostenibile per il nostro pianeta e la nostra economia. L'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile<sup>6</sup>, sottoscritta il 25 settembre 2015, è incentrata su 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (OSS)<sup>7</sup>. Nei

---

<sup>4</sup> PRI, Principles for Responsible Investment, [www.unpri.org](http://www.unpri.org)

<sup>5</sup> *Fiduciary Duty in the 21st Century*, 2015, pubblicato da PRI, UNEP FI, UNEP Inquiry e UN Global Compact. Project Steering Committee: Fiona Reynolds, Managing Director, PRI - Nick Robins, Co-Director, UNEP Inquiry - David Pitt-Watson, Co-Chair, UNEP FI - Gavin Power, Deputy Director, UN Global Compact.

<sup>6</sup> Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile, [www.agenziacoesione.gov.it](http://www.agenziacoesione.gov.it)

<sup>7</sup> Gli Obiettivi di Sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite del 2015 tramite *“The 2030 Agenda for Sustainable Development”* hanno gettato le basi per un concreto sviluppo della finanza sostenibile

prossimi 15 anni questi obiettivi ci guideranno nella preparazione di un futuro in grado di garantire la stabilità, un pianeta sano, società eque, inclusive e resilienti nonché economie prospere. L'accordo di Parigi<sup>8</sup>, firmato il 12 dicembre 2015 da 195 paesi ed entrato in vigore il 4 novembre dell'anno successivo, costituisce il primo accordo universale sul clima mondiale per adattare e rafforzare la resilienza ai cambiamenti climatici e per limitare il riscaldamento climatico a un valore ben inferiore a 2°C rispetto ai livelli preindustriali, ossia indicativamente fino al 1880 circa, anno in cui si è cominciato a misurare e a registrare in maniera sistematica la temperatura del nostro pianeta<sup>9</sup>. La sostenibilità e la transizione verso un'economia a basso contenuto di carbonio, più efficiente in termini di risorse e circolare sono elementi fondamentali per garantire la competitività a lungo termine dell'economia dell'UE. Da molto tempo la sostenibilità si trova al centro del progetto dell'Unione europea e i suoi trattati ne riconoscono le dimensioni sociale e ambientale. L'Unione europea è impegnata a favore di uno sviluppo che soddisfi le esigenze delle generazioni presenti e future, creando nel contempo nuove opportunità di occupazione e investimento nonché garantendo la crescita economica. Molte delle priorità della Commissione per il periodo 2014-2020 confluiscono negli obiettivi climatici ed energetici dell'Unione nonché nei lavori intesi a realizzare l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile. La Commissione ha inoltre pubblicato, il 30 gennaio 2019, un documento di riflessione “Verso un'Europa sostenibile entro il 2030” per stimolare il dibattito sulle azioni da intraprendere nel quadro dell'Agenda 2030 dell'ONU<sup>10</sup> e ha varato una

---

attraverso un programma che si basa su 17 obiettivi appartenenti a 5 concetti cardine, noti come “5P”: persone, prosperità, pace, partnership e pianeta, [sdgs.un.org](https://sdgs.un.org)

<sup>8</sup> Accordo di Parigi, [unfccc.int](https://unfccc.int)

<sup>9</sup> In realtà sul punto vi è tutt'oggi un ampio dibattito scientifico. Tra le fonti più autorevoli che sostengono i 2°C si segnala l'analisi dell'economista Nicholas Stern “The Economics of Climate Change”, Cambridge University Press, March 2014.

Non tutti sono d'accordo con questo numero, e secondo alcuni climatologi il valore dovrebbe essere più basso, attorno a 1,5 °C. Questo perché, in estrema sintesi, già ora, con un innalzamento di soli 0,8 °C, si cominciano a vedere gli effetti del riscaldamento sul livello del mare e la violenza dei fenomeni meteorologici estremi. Per approfondire: *Cosa significa “periodo preindustriale”?*, 17 Dicembre 2022 , Biosost

<sup>10</sup> Commissione europea, *DOCUMENTO DI RIFLESSIONE VERSO UN'EUROPA SOSTENIBILE ENTRO IL 2030*, 30 gennaio 2019, [commission.europa.eu](https://commission.europa.eu)



piattaforma multilaterale per lo scambio delle migliori prassi relative all'attuazione degli OSS. Poiché dobbiamo far fronte sempre più alle conseguenze catastrofiche e imprevedibili dei cambiamenti climatici e dell'esaurimento delle risorse, è necessario agire urgentemente per adattare le politiche pubbliche a questa nuova realtà. In questo caso il settore finanziario è chiamato a svolgere un ruolo di primo piano. Il sistema finanziario si trova in fase di riforma per integrare quanto appreso dall'esperienza della crisi finanziaria e in questo contesto può costituire parte della soluzione verso un'economia più verde e più sostenibile. Il riorientamento del capitale privato verso investimenti più sostenibili esige una transizione di ampia portata nelle modalità operative del sistema finanziario. Si tratta di una necessità se l'UE mira a sviluppare una crescita economica più sostenibile, a garantire la stabilità del sistema finanziario e a promuovere una maggiore trasparenza con una visione a lungo termine nell'economia. Questa visione si trova anche al centro del progetto dell'Unione dei mercati dei capitali dell'UE"<sup>11</sup>.

Considerate le dinamiche del cambiamento climatico e dell'impoverimento delle risorse naturali, è fondamentale intraprendere un'azione coesa ed unitaria diretta verso un modello di sviluppo basato sull'economia circolare, a bassa concentrazione di carbonio e focalizzato sull'efficienza energetica. L'accordo di Parigi è culminato nell'identificazione di tre obiettivi prioritari da raggiungere entro il 2030:

1. Riduzione ad almeno il 40% delle emissioni di gas a effetto serra prendendo come benchmark i parametri registrati nel 1990;
2. Garantire il 32% della totale di consumo energetico attraverso fonti rinnovabili;
3. Ottimizzare l'efficienza energetica di almeno il 32,5 %.

Per il soddisfacimento degli obiettivi sopra elencati, la Commissione Europea ha stimato un investimento che ammonterebbe a circa € 180 miliardi di investimenti annui oltre a quelli precedentemente stanziati; si ritiene dunque necessario il coinvolgimento del settore privato<sup>12</sup>. Nel quadro così delineato, il settore finanziario è destinato a svolgere un ruolo da protagonista. L'esigenza di indirizzare il capitale privato verso

---

<sup>11</sup> Preambolo COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO EUROPEO, AL CONSIGLIO, ALLA BANCA CENTRALE EUROPEA, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI, Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, [eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu)

<sup>12</sup> Commissione Europea, *Finanza sostenibile: il piano d'azione della Commissione per un'economia più verde e più pulita*, Comunicato stampa, 8 marzo 2018, [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu)

investimenti più sostenibili rappresenta una priorità per l'Unione europea per garantire una crescita economica accompagnata da una maggiore trasparenza.

## **2.1 Finanza sostenibile: il piano d'azione della Commissione per un'economia più verde e più pulita**

La Commissione dell'Unione europea ha cominciato a delineare una cornice normativa partendo dall'*Action Plan* – Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile dell'8 marzo 2018<sup>13</sup>.

Il documento, considerati l'accordo di Parigi del dicembre 2015 sui cambiamenti climatici e l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile, dimostra una forte volontà nell'intraprendere la via più sostenibile per il mondo e per l'economia. Per usare le parole del vicepresidente della Commissione UE Frans Timmermans *“La transizione verso un'economia più verde e sostenibile è benefica per la creazione di posti di lavoro, per le persone e per il pianeta. Oggi ci assicuriamo che il sistema finanziario operi in questa direzione”*.

Il piano di azione si basa sulla Relazione finale<sup>14</sup> del 31 gennaio 2018 da parte del *High-level expert group on sustainable finance* – HLEG, un gruppo dotato di approfondita conoscenza tecnica in merito alla finanza sostenibile e istituito dalla stessa Commissione nel 2016.

L'obiettivo prefissato è di orientare flussi di capitali verso un'economia più sostenibile, integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi e promuovere la trasparenza e la visione delle imprese. Nella stessa comunicazione della Commissione dell'8 marzo 2018 si fa riferimento alla Relazione, osservando che *“la finanza sostenibile consta di due imperativi: 1) migliorare il contributo della finanza alla crescita sostenibile e inclusiva finanziando le esigenze a lungo termine della società; 2) consolidare la stabilità finanziaria integrando i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nel processo decisionale relativo agli investimenti. La relazione propone otto raccomandazioni chiave, diverse raccomandazioni trasversali e azioni mirate a specifici settori del sistema finanziario. Questo piano di azione si fonda sulle*

---

<sup>13</sup> Action Plan, [eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu)

<sup>14</sup> Final report of the High-level expert group on sustainable finance, 2018, [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu)

*raccomandazioni formulate dal gruppo per elaborare una strategia dell'UE per la finanza sostenibile*".

A seguire, il 24 maggio 2018, la Commissione europea ha presentato un pacchetto di misure per dare attuazione ad alcune delle azioni proposte, attenenti specialmente agli obblighi di trasparenza e di gestione degli investitori istituzionali, alla definizione di una tassonomia delle attività ecosostenibili e all'introduzione di due nuovi indici di riferimento che considerino alcuni fattori di sostenibilità ambientale: il *low carbon benchmark* e il *positive carbon impact benchmark*<sup>15</sup>.

In tale contesto sono diverse le azioni che l'Unione europea si appresta ad apporre per modificare la normativa di riferimento come, tra gli altri, la revisione della direttiva MiFID II 2014/65/UE<sup>16</sup>, nella quale si richiederà agli intermediari di considerare obbligatoriamente nella valutazione di adeguatezza anche le preferenze dei clienti per i fattori ESG.

In questa prospettiva si inserisce il *Green Deal*<sup>17</sup> europeo, l'insieme delle iniziative politiche europee proposte dalla Commissione, al fine di raggiungere la neutralità climatica in Europa entro il 2050 e quindi: il Regolamento UE 2019/2089, noto come *Low-Carbon Regulation*, del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento UE 2016/1011 per quanto riguarda i *benchmark*, ossia i parametri di riferimento per valutare la prestazione di un titolo o di un fondo d'investimento o l'andamento del mercato in genere, delle transizioni climatiche dell'UE, correlati agli Accordi di Parigi e le informazioni relative alla sostenibilità per i parametri di riferimento, aumentando e assicurando trasparenza e uniformità nel loro utilizzo<sup>18</sup>; il

---

<sup>15</sup> *Low-carbon benchmarks e positive-carbon impact benchmarks*. Il primo concernente benchmark a basse emissioni di carbonio, basati sulla "decarbonizzazione" dei benchmark standard. Infatti, i titoli sottostanti verrebbero selezionati in base alle loro ridotte emissioni di carbonio rispetto ai titoli che costituiscono un benchmark standard. Mentre il secondo sarebbe un tipo di parametro più ambizioso e allineato con l'obiettivo dell'Accordo di Parigi di limitare il riscaldamento globale al di sotto dei 2°C. I titoli sottostanti verrebbero selezionati in base alla loro riduzione delle emissioni di carbonio, [www.europarl.europa.eu/](http://www.europarl.europa.eu/)

<sup>16</sup> La cosiddetta MiFID II, Regolamento UE 2017/565, è la disciplina che regola i servizi finanziari europei. Rivede e amplia la versione precedente (MiFID) in materia di prestazione dei servizi di investimento, tutela degli investitori retail, definizione dei servizi di consulenza indipendenti e adeguatezza della comunicazione, [eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu)

<sup>17</sup> *Green Deal* europeo, [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu)

<sup>18</sup> *Low-Carbon Regulation*, Regolamento UE 2019/2089, [eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu)

Regolamento UE 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio, conosciuto come *Sustainable Finance Disclosure Regulation* o SFDR, in vigore dal 10 marzo 2021 e concernente l'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari<sup>19</sup>, e il Regolamento UE 2020/852, chiamato anche *Taxonomy Regulation* o Regolamento sulla tassonomia<sup>20</sup> del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'istituzione di un contesto che favorisca gli investimenti sostenibili attraverso una pragmatica definizione normativa, adottato il 18 giugno 2020, pubblicato il 22 giugno 2020 ed entrato in vigore il 12 luglio 2020<sup>21</sup>.

## **2.2 Regolamento UE 2019/2088 *Sustainable Finance Disclosure Regulation* o “SFDR”**

Sempre all'interno del quadro d'azione europea finalizzata alla sostenibilità nei processi di investimento, si pone la questione delle informazioni fornite dai partecipanti dei mercati finanziari e dai consulenti finanziari agli investitori in merito all'integrazione dei rischi di sostenibilità nel processo di investimento, alla valutazione dei possibili effetti negativi sugli investimenti inerenti alle variabili relative ai fattori ESG o fattori di sostenibilità.

L'aspetto in questione riguarda anche l'impatto dell'attività economica su aspetti di rilevanza ambientale e sociale. Tramite la recente approvazione della direttiva UE 2022/2464 del 14 dicembre 2022, nota come “*Corporate Sustainability Reporting Directive*” (CSRD)<sup>22</sup>, è stata ampiamente modificata la normativa sulla dichiarazione non finanziaria, introdotta nell'ordinamento europeo tramite la “*Non Financial Reporting Directive*” (NFRD)<sup>23</sup>.

---

<sup>19</sup> *Sustainable Finance Disclosure Regulation* o SFDR, Regolamento UE 2019/2088, [eur-lex.europa.eu](https://eur-lex.europa.eu)

<sup>20</sup> *Taxonomy Regulation* o Regolamento sulla tassonomia, Regolamento UE 2020/852, [eur-lex.europa.eu](https://eur-lex.europa.eu)

<sup>21</sup> Rita Rolli, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa, Modelli di governance e nuove responsabilità*, il Mulino, pagg 174 e ss.

<sup>22</sup> *Corporate Sustainability Reporting Directive* o CSRD, Direttiva UE 2022/2464, [eur-lex.europa.eu](https://eur-lex.europa.eu)

<sup>23</sup> La “*Non Financial Reporting Directive*” (NFRD), Direttiva UE 95/2014 ha modificato la direttiva 34/2013, introducendo nell'ordinamento europeo il reporting sulle tematiche sociali e ambientali,

A partire dagli esercizi finanziari decorrenti dal 4 gennaio 2024 in poi, tutte le imprese di grandi dimensioni e le società quotate in mercati regolamentati, incluse le piccole e medie imprese, con la sola eccezione delle microimprese<sup>24</sup>, dovranno rendicontare il loro impatto verso l'esterno, sulle persone e sull'ambiente, e su come il modello di business adottato influisca sulla stessa azienda, secondo il richiamato principio della "doppia rilevanza". Le nuove disposizioni garantiranno agli investitori e agli altri *stakeholder* l'accesso alle informazioni necessarie per valutare i rischi di investimento connessi ai fattori ESG. Inoltre, consentiranno di creare una cultura della trasparenza sull'impatto delle imprese sulle persone e sull'ambiente.

La CSRD prevede l'adozione di *standard* europei obbligatori per la rendicontazione della sostenibilità (ESRS, "*European sustainability reporting standards*").

Il compito di redigere tali standard ESRS è stato affidato allo *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), un organo consultivo europeo composto da esperti in materia di rendicontazione finanziaria. La Commissione UE adotterà la

---

obbligatorio per le imprese di grandi dimensioni. La dichiarazione non finanziaria può essere integrata nel bilancio d'esercizio oppure pubblicata separatamente: le imprese che non adottano politiche specifiche in uno o diversi ambiti citati nella Direttiva dovranno indicare le motivazioni della scelta.

<sup>24</sup> Ai sensi dell'articolo 3 della Direttiva UE 34/2013 "gli Stati membri definiscono microimprese le imprese che alla data di chiusura del bilancio non superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti: a) totale dello stato patrimoniale: 350 000 EUR; b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 700 000 EUR; c) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 10. 2. Sono piccole imprese le imprese che alla data di chiusura del bilancio non superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti: a) totale dello stato patrimoniale: 4 000 000 EUR; b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 8 000 000 EUR; c) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 50. Gli Stati membri possono stabilire soglie superiori rispetto alle soglie di cui al primo comma, lettere a) e b). Tuttavia le soglie non sono superiori a 6 000 000 EUR per il totale dello stato patrimoniale e a 12 000 000 EUR per i ricavi netti delle vendite e delle prestazioni. 3. Sono medie imprese le imprese che non rientrano nella categoria delle microimprese o delle piccole imprese e che alla data di chiusura del bilancio non superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti: a) totale dello stato patrimoniale: 20 000 000 EUR; b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40 000 000 EUR; c) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 250. 4. Sono grandi imprese le imprese che alla data di chiusura del bilancio superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti: a) totale dello stato patrimoniale: 20 000 000 EUR; b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40 000 000 EUR; c) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 250".

versione finale delle norme sotto forma di atti delegati, al termine della consultazione con gli Stati membri<sup>25</sup>.

Questa visione è quella che cattura in maniera crescente l'interesse di cittadini, consumatori, dipendenti, clienti, enti locali e organizzazioni della società civile.

Ad ogni modo, un numero sempre più elevato di investitori è interessato a informazioni sui fattori ESG dei loro investimenti, al fine di intendere e quantificare, da una parte, l'impatto delle loro scelte su questi fattori, e dall'altro l'apporto di quest'ultimi sui rendimenti dei loro portafogli di investimento. L'ampia nozione di "investimento responsabile", conduce all'emergere di diversi tipi di investimento.

Il classico *Social Responsible Investment* (SRI) viene effettuato sulla base della scelta di rimuovere dal portafoglio alcune categorie di attività economiche come quelle operanti nel mercato del tabacco, degli alcolici o delle armi, ritenute non etiche, sopportando, se del caso, un costo finanziario da parte dell'investitore.

Da tale tipologia di investimento si distingue il c.d. *impact investing*, finalizzato ad un ritorno economico e alla contestuale realizzazione di un risultato specifico a favore dell'ambiente o di altre tematiche di particolare interesse sociale, in una visione nella quale si acconsente anche un minor guadagno in cambio di un maggior impatto sociale. L'investitore che invece integra i criteri ESG si prefigge benefici sia finanziari che non finanziari, in un'ottica di migliorare la pianificazione e attenuazione del rischio nell'ambito di una strategia di investimento, che non comporta obbligatoriamente sopportare un costo per il portafoglio rispetto agli investimenti tradizionali.

Nello specifico, sarebbe ingeneroso considerare l'investimento che incorpora i fattori ESG come una nuova forma di SRI. D'altronde tale investimento combina le tradizionali metriche finanziarie con informazioni sui comportamenti ambientali, sociali e di governance di una società o sui rischi associati per migliorare la sua analisi come oggetto di potenziale investimento.

I fattori ESG capaci di integrare il valore di una società debbono essere considerati da un "investitore prudente" nella strategia di investimento<sup>26</sup>.

In un recente report, BlackRock ha rilevato che, malgrado il dilagare della pandemia legata al Covid-19 e del conseguente stato di emergenza, i flussi di capitale globali di

---

<sup>25</sup> Commissione europea, *Corporate sustainability reporting*, [finance.ec.europa.eu](https://finance.ec.europa.eu)

<sup>26</sup> S.N. Gary, *Best Interest in the Long Term Fiduciary Duties and ESG Integration*, University of Colorado Law Reviews, 2019

fondi comuni ed Eft<sup>27</sup> sostenibili hanno realizzato 40,5 miliardi di dollari nel primo trimestre dell'anno 2020, con un incremento con incremento del 41% anno su anno, secondo un *trend* che si prevede persistere nel lungo periodo. Lo studio puntualizza ulteriormente che al 30 aprile 2020 più del 70% dei circa 5.600 portafogli attivi gestiti da BlackRock rispetta i criteri ESG. Ed ancora è stato rilevato che gli indici di sostenibilità nei primi mesi dell'anno 2020 hanno generato performance migliori degli indici tradizionali. La conclusione di BlackRock è che le strategie d'investimento sostenibile non necessitano di un compromesso sui rendimenti<sup>28</sup>.

Come accennato in precedenza, nell'ambito delle azioni intraprese dall'Unione europea conseguenti all'*Action Plan*, va considerato il Regolamento UE 2019/2088 del 27 novembre 2019 inerente all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari e noto con l'acronimo "SFDR".

L'adozione del Regolamento attesta l'impegno dell'Unione europea ad incentivare la transizione verso un sistema economico sostenibile, in piena continuità con l'accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e con l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite.

Il Regolamento è funzionale a delineare il *framework* per un sistema di classificazione standardizzato dei prodotti finanziari sostenibili, specificando determinati elementi inerenti all'informazione precontrattuale, collocata nei siti web e in rapporti periodici su tali investimenti<sup>29</sup>.

Tra le Definizioni sancite dall'art. 2 del Regolamento vengono introdotte le nozioni di "rischio di sostenibilità", descritto come "un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento" e di "investimento sostenibile", ossia un "investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori

---

<sup>27</sup> Gli ETF (acronimo di Exchange Traded Funds) sono fondi o SICAV a basse commissioni di gestione negoziati in Borsa come le normali azioni. Si caratterizzano per il fatto di avere come unico obiettivo quello di replicare fedelmente l'andamento e quindi il rendimento di indici azionari, obbligazionari o di materie prime.

<sup>28</sup>BlackRock 2020 Annual Report, [www.blackrock.com](http://www.blackrock.com) ; Riporta i dati dello studio V. D'Angerio, *I fondi sostenibili resistono al Covid-19*, Il Sole 24 Ore, 18 maggio 2020, [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

<sup>29</sup>Sebastiaan Niels Hooghiemstra, *The ESG Disclosure Regulation - New Duties for Financial Market Participants & Financial Advisers*, SSRN, 22 marzo 2020 <https://ssrn.com/abstract=3558868>

chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali” e dei “fattori di sostenibilità” che dal tenore letterale, ossia “le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva”, sembrano richiamare implicitamente gli stessi fattori ESG.

Nel timore che gli Stati membri adottino misure divergenti per attuare gli Accordi di Parigi e che l'informativa agli investitori finali sull'integrazione dei rischi per la sostenibilità e dei relativi effetti negativi del non sufficiente sviluppo, nonché sugli obiettivi di investimento sostenibile, difficilmente comparabili all'interno dei mercati europei con consequenziali possibili effetti distorsivi sulle scelte intraprese, il Regolamento UE 2019/2088 vuole introdurre norme armonizzate relative all'informativa sugli aspetti della sostenibilità.

### **2.2.1 La Banca d'Italia sulla ESG Disclosure**

Sul finire del 2022, la Banca d'Italia ha pubblicato un *paper* dal titolo “*ESG disclosure: regulatory framework and challenges for Italian banks*”<sup>30</sup>.

In particolare, la Banca d'Italia sottolinea che, in linea con gli sviluppi intrapresi a livello globale, negli ultimi anni l'attenzione dei legislatori in materia finanziaria

---

<sup>30</sup>Tommaso Loizzo e Federico Schimperna, *ESG disclosure: regulatory framework and challenges for Italian banks*, Banca d'Italia Occasional Papers, Number 744 – December 2022, [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)



rivolta ai fattori ESG, soprattutto sui rischi ambientali e climatici, è aumentata in modo significativo. In questo contesto, la diffusione di informazioni rilevanti sul clima svolge un ruolo fondamentale.

Il quadro normativo dell'UE sull'informativa ESG è piuttosto avanzato rispetto ad altre giurisdizioni, come per esempio quella americana. La Banca d'Italia, in linea con la Banca centrale europea (BCE) e le altre autorità di vigilanza nazionali, ha avviato una serie di iniziative volte a contribuire attivamente ai principali progetti internazionali, a rafforzare il dialogo con le imprese nazionali e a valutare i progressi compiuti dai soggetti sottoposti alla divulgazione dell'informativa ESG.

Il *paper* comincia con il riassumere le principali iniziative di vigilanza intraprese finora e presenta alcune riflessioni preliminari sulle principali sfide che le banche italiane dovranno affrontare. A questo proposito si sottolinea come una corretta informativa ESG nel modello di *business* del soggetto coinvolto sia cruciale per una crescita economica sostenibile alla luce delle sfide ambientali e climatiche esistenti. Ecco perché un ruolo decisivo è svolto anche dalla disponibilità di dati e informazioni di alta qualità. Da una prospettiva macroeconomica, infatti, la disponibilità di tali dati è un prerequisito per monitorare i rischi di stabilità finanziaria e valutare le vulnerabilità; mentre da una prospettiva più di dettaglio, la rendicontazione ESG sensibilizza le aziende e può aiutarle a fissare obiettivi, misurare gli impatti e gestire il cambiamento nella loro organizzazione.

Tuttavia, in questa fase, la rendicontazione non finanziaria rappresenta una vera e propria sfida per la maggior parte delle entità coinvolte. Le banche centrali e le autorità di vigilanza sono fortemente impegnate a promuovere l'implementazione dei fattori ambientali, sociali e di *governance* tramite una corretta informativa ESG.

Ciò è dimostrato dalla già citata CSRD, in linea con la tabella di marcia per la finanza sostenibile scandita dalla *European Banking Authority* (EBA), organo di vertice preposto alla vigilanza dei mercati finanziari europei, e il lavoro EFRAG, prossimo a predisporre i primi *standard* e modelli di riferimento che consentiranno alle imprese di verificare il loro allineamento alla regolamentazione europea sulla sostenibilità finanziaria.

I nuovi requisiti normativi imporranno agli emittenti di predisporre e rendere pubblico un importante corredo di informazioni sulla capacità di gestione dei rischi climatici e ambientali. La Banca d'Italia aggiunge che la difficoltà nel reperimento di queste informazioni riguarda in particolar modo le piccole e medie imprese, soprattutto in

considerazione del fatto che gli obblighi di informativa ESG si rivolgono attualmente solo alle società quotate o a quelle di maggiori dimensioni.

Il tema centrale e le difficoltà più rilevanti in merito alla gestione dei rischi climatici in ambito bancario e finanziario riguarderebbero principalmente il reperimento di dati e l'affidabilità degli stessi, prima ancora di un adeguato sistema normativo.

In ogni caso, quest'ultimo aspetto non può che considerarsi avanzato rispetto alle giurisdizioni di altre aree del mondo e, in linea con questo primato, la Banca d'Italia, in accordo con la BCE e con altre autorità di vigilanza nazionali, ha avviato una serie di iniziative che hanno l'obiettivo di sviluppare al meglio le condizioni per un coerente adempimento normativo e per garantire la competitività del settore bancario e del suo rapporto con le imprese.

In linea con questa prospettiva, l'*Occasional Paper "ESG disclosure: regulatory framework and challenges for Italian banks"* focalizza l'attenzione su fondamentali aspetti informativi, ossia: riassumere i principali requisiti normativi per l'informativa ESG e circoscrivere le principali iniziative di vigilanza intraprese finora, corredate da alcune riflessioni preliminari sulle principali sfide come ridurre le lacune dei dati e aumentare la qualità delle informazioni ESG e valutare l'impatto contabile dei fattori ESG<sup>31</sup>.

Nelle conclusioni si rimarcano l'importanza della divulgazione dei fattori ESG quale ingrediente essenziale dell'ampio processo volto a guidare l'economia globale verso un percorso sostenibile e il compito principale delle autorità di vigilanza di individuare tempestivamente le questioni emergenti e promuovere un dialogo costruttivo tra tutte le parti interessate.

---

<sup>31</sup>Mauro Bellini, *Disclosure ESG: le regole e le sfide per il banking sotto la lente di Banca d'Italia*, 4 gennaio 2023, ESG360 [www.esg360.it](http://www.esg360.it)

### 2.3 Regolamento UE 2020/852 c.d. Regolamento sulla Tassonomia

La definizione di investimenti sostenibili come investimenti in attività economiche che contribuiscono ad un obiettivo ambientale è stata individuata dal Regolamento 2020/852, di seguito Regolamento sulla Tassonomia. Nello specifico, in base all'art. 3 di tale Regolamento un'attività economica è considerata ecosostenibile se:

- a. contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali prescritti nell'art. 9 e quindi: la mitigazione dei cambiamenti climatici, la preservazione delle acque e delle loro risorse tramite uno sfruttamento moderato o quantomeno sostenibile, il passaggio verso un'economia fondata sulla produzione e il consumo di beni destinati a essere riutilizzati, la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento, la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi;
- b. ai sensi dell'art. 17 non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi predetti. Ad esempio: se l'attività svolta comporta ingenti emissioni di gas a effetto serra, un peggioramento delle condizioni climatiche o se compromette lo stato delle acque e delle risorse ivi presenti, l'utilità del riciclaggio dei rifiuti o del loro smaltimento;
- c. è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia previste all'art. 18, quindi in linea con le linee guida OCSE destinate alle imprese multinazionali<sup>32</sup> e con i Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani, inclusi i principi e i diritti stabiliti dalle otto convenzioni fondamentali individuate nella dichiarazione dell'Organizzazione internazionale del lavoro sui principi e i diritti fondamentali nel lavoro e dalla Carta internazionale dei diritti dell'uomo<sup>33</sup>;

---

<sup>32</sup> Le "Linee guida dell'OCSE destinate alle imprese multinazionali" sono raccomandazioni rivolte dai governi alle imprese multinazionali che operano in o a partire dai Paesi aderenti. Forniscono principi e standard non vincolanti per una condotta d'impresa responsabile in un contesto globale coerente con le leggi applicabili e gli standard riconosciuti a livello internazionale. Le Linee Guida sono l'unico codice di condotta d'impresa responsabile concordato a livello multilaterale che i governi si sono impegnati a promuovere. [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

<sup>33</sup>La "Dichiarazione dell'ILO sui principi e diritti fondamentali nel lavoro", adottata dalla Conferenza Internazionale del Lavoro nel 1998, segna la riaffermazione universale dell'obbligo, che incombe su tutti gli Stati membri dell'ILO, di rispettare, promuovere e applicare i principi sui diritti fondamentali del lavoro contenuti nelle convenzioni stipulate. Questi diritti comprendono: la libertà di associazione,

d. è conforme ai criteri di vaglio tecnico predisposti dalla Commissione tramite l'implementazione di Regolamenti delegati.

Merita menzione la Piattaforma sulla finanza sostenibile, istituita ai sensi dell'art. 20 dalla stessa Commissione e rappresentata da istituzioni europee come l'Agenzia europea dell'ambiente, la Banca europea per gli investimenti, il Fondo europeo per gli investimenti, l'Agenzia dell'Unione europea per i diritti fondamentali, esperti in materia della società civile, degli enti pubblici e del mondo accademico.

A luglio 2021 la Piattaforma ha pubblicato un *Draft Report*<sup>34</sup> per individuare una tassonomia sociale. La bozza è stata oggetto di consultazione e il documento definitivo è stato presentato alla Commissione per la revisione.

Esso distingue tra una dimensione verticale ed una dimensione orizzontale della tassonomia sociale. La dimensione verticale si concentra su prodotti e servizi per soddisfare i bisogni umani fondamentali e realizzare le infrastrutture di base senza danneggiare gli sforzi per raggiungere altri obiettivi sociali. La dimensione orizzontale, invece, prende in considerazione gli impatti su diversi gruppi di soggetti interessati dalle attività economiche, tra cui lavoratori, consumatori e comunità. Gli obiettivi orizzontali potrebbero includere l'adozione di presidi volti a implementare nelle imprese azioni a sostegno della tutela dei diritti umani.

L'art. 1 del Regolamento sulla Tassonomia delinea oggetto e ambito di applicazione. Infatti, il Regolamento è rivolto alle misure adottate dagli Stati membri o dall'Unione che stabiliscono obblighi per i partecipanti ai mercati finanziari o gli emittenti in relazione a prodotti finanziari o obbligazioni societarie resi disponibili come ecosostenibili; ai partecipanti ai mercati finanziari che mettono a disposizione prodotti finanziari; alle imprese soggette all'obbligo di pubblicare una dichiarazione di carattere

---

il riconoscimento effettivo del diritto di contrattazione collettiva dei lavoratori, l'eliminazione di tutte le forme di lavoro forzato o obbligatorio, l'abolizione effettiva del lavoro minorile e l'eliminazione della discriminazione in materia di impiego e occupazione. [www.ilo.org](http://www.ilo.org)

<sup>34</sup> Final Report on Social Taxonomy Platform on Sustainable Finance, February 2022. Il Report propone una struttura per una tassonomia sociale dell'UE in linea con l'attuale contesto legislativo sulla finanza sostenibile e la governance con l'obiettivo di stabilire con chiarezza cosa costituisce un investimento sociale e quali attività economiche possono essere considerate socialmente sostenibili, così come è stato fatto con gli investimenti ambientali. [www.improntaetica.org](http://www.improntaetica.org)

non finanziario o una dichiarazione consolidata di carattere non finanziario ai sensi, rispettivamente, dell'art. 19 bis<sup>35</sup> o dell'art. 29 bis<sup>36</sup> della direttiva 2013/34/UE.

Il Regolamento UE 2019/2088, conosciuto come *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) e analizzato nel successivo paragrafo, nel timore che gli Stati membri adottino misure contrastanti per mettere in pratica l'accordo di Parigi, delinea per i partecipanti ai mercati finanziari e in particolare per i consulenti finanziari norme armonizzate sull'informativa precontrattuale, periodicamente aggiornata, da rendere agli investitori finali al fine di ridurre le relative asimmetrie informative e di consentire di adottare decisioni di investimento ponderate su aspetti relativi alla sostenibilità.

Il Regolamento sulla Tassonomia ha modificato il Regolamento UE 2019/2088, prevedendo altri obblighi informativi volti ad introdurre criteri uniformi di ecosostenibilità delle attività economiche e una definizione comune di investimento ecosostenibile “*che i partecipanti ai mercati finanziari o gli emittenti devono soddisfare per etichettare i prodotti finanziari o le obbligazioni societarie commercializzate come ecosostenibili*”.

Sintetizzando quanto sopra esposto, il Regolamento UE 2020/852 o Regolamento sulla Tassonomia del Parlamento europeo e del Consiglio nell'istituire un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili integra il Regolamento UE 2019/2088 *Sustainable Finance Disclosure Regulation* “SFDR” adottato il 18 giugno 2020 ed entrato in vigore il 12 luglio, prevedendo ulteriori obblighi informativi in capo ai

---

<sup>35</sup> Articolo 19 bis, I comma della direttiva 2013/34/UE, “Le imprese di grandi dimensioni che sono enti di interesse pubblico e che superano, alla data di chiusura del bilancio, il criterio del numero medio di 500 dipendenti durante l'esercizio, includono nella relazione sulla gestione una dichiarazione di carattere non finanziario contenente almeno informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività”.

<sup>36</sup> Articolo 29 bis, I comma della direttiva 2013/34/UE, “Gli enti di interesse pubblico che sono imprese madri di un gruppo di grandi dimensioni e che, alla data di chiusura del bilancio, superano, su base consolidata, il criterio del numero medio di 500 dipendenti durante l'esercizio, includono nella relazione consolidata sulla gestione una dichiarazione consolidata di carattere non finanziario contenente almeno informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell'andamento del gruppo, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività”.

partecipanti ai mercati finanziari e ha riconosciuto che “la messa a disposizione di prodotti finanziari che perseguono obiettivi ecosostenibili è un modo efficace di incanalare gli investimenti privati verso le attività ecosostenibili”<sup>37</sup>.

Inoltre, il Regolamento sulla Tassonomia ha accentuato l’attenzione sull’importanza di un’informativa uniforme in tema di attività ecosostenibile, necessaria per confrontare i vari prodotti finanziari e le opportunità di investimento da parte degli investitori. Per tale ragione il Regolamento UE 2020/852 ha specificato che la definizione di “investimento sostenibile” nel regolamento UE 2019/2088 include l’investimento in attività economiche che contribuiscano a un obiettivo ambientale come descritto dall’art. 2 richiamato in precedenza.

Il Regolamento da un lato promuove “investimenti sostenibili”, intesi come scelte di investimento consapevoli con un impatto positivo sui temi ambientali, sociali e di governance, quindi ESG; dall’altro è ideato nella prospettiva di tutelare l’investitore

---

<sup>37</sup> Considerando 11, Regolamento UE 825/2020, “La messa a disposizione di prodotti finanziari che perseguono obiettivi ecosostenibili è un modo efficace di incanalare gli investimenti privati verso le attività sostenibili. I requisiti per commercializzare prodotti finanziari o obbligazioni societarie come investimenti ecosostenibili, inclusi i requisiti posti dagli Stati membri e dall’Unione per consentire ai partecipanti ai mercati finanziari e agli emittenti di usare marchi nazionali, puntano ad aumentare la fiducia degli investitori e a sensibilizzarli maggiormente agli impatti ambientali di tali prodotti finanziari o obbligazioni societarie, creare visibilità e affrontare le preoccupazioni legate alla pratica della «verniciatura verde» (*greenwashing*). Nell’ambito del presente regolamento, tale pratica consiste nell’ottenere un vantaggio sulla concorrenza in modo sleale commercializzando un prodotto finanziario come ecocompatibile quando in realtà gli standard ambientali di base non sono soddisfatti. Attualmente alcuni Stati membri dispongono di sistemi di marchi. Tali sistemi esistenti sono basati su diversi sistemi di classificazione delle attività economiche ecosostenibili. Dati gli impegni assunti con l’accordo di Parigi e a livello di Unione, è probabile che sempre più Stati membri istituiscano sistemi di marchi o impongano altri requisiti che i partecipanti ai mercati finanziari o gli emittenti dovranno soddisfare per poter promuovere prodotti finanziari o obbligazioni societarie come ecosostenibili. In tali casi, gli Stati membri farebbero ricorso ai propri sistemi di classificazione nazionali per determinare quali investimenti possono essere considerati sostenibili. Se tali sistemi di marchi o requisiti nazionali utilizzassero criteri diversi per determinare le attività economiche da considerarsi ecosostenibili, gli investitori sarebbero scoraggiati dall’investire fuori dai confini nazionali, a causa della difficoltà nel confrontare le diverse opportunità d’investimento. Inoltre, gli operatori economici desiderosi di attirare investimenti da altri paesi dell’Unione dovrebbero soddisfare criteri diversi nei diversi Stati membri affinché le loro attività possano essere considerate ecosostenibili. L’assenza di criteri uniformi aumenterebbe quindi i costi e disincentiverebbe significativamente gli operatori economici dall’accedere ai mercati dei capitali transfrontalieri ai fini di investimenti sostenibili”.

dagli effetti negativi che i rischi di sostenibilità possono determinare sul rendimento dell'investimento<sup>38</sup>, il che sottolinea l'aspetto prettamente finanziario, già evidenziato, dell'approccio ai fattori ESG.

Il Regolamento ha come destinatari i partecipanti ai mercati finanziari, dagli emittenti, intermediari e relativi consulenti finanziari agli investitori, sia al dettaglio che professionali<sup>39</sup>. Gli obblighi informativi vengono ottemperati tramite la pubblicazione e costante aggiornamento sui relativi siti web delle informazioni riguardanti le

---

<sup>38</sup> Considerando 15 del Regolamento UE 2019/2088 “Il presente regolamento non dovrebbe pregiudicare le norme sull'integrazione dei rischi ai sensi delle direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/65/UE, (UE) 2016/97, (UE) 2016/2341, e dei regolamenti (UE) n. 345/2013 e (UE) n. 346/2013 come pure del diritto nazionale che disciplina i prodotti pensionistici personali e individuali, tra cui, ma non solo, i criteri di proporzionalità pertinenti applicabili quali le dimensioni, l'organizzazione interna e la natura, la portata e la complessità delle attività in questione. Il presente regolamento mira a conseguire una maggiore trasparenza su come i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti 9.12.2019 IT Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 317/3 finanziari integrano i rischi di sostenibilità nelle loro decisioni in materia di investimenti e nelle loro consulenze in materia di investimenti o assicurazioni. Se la valutazione dei rischi di sostenibilità porta a concludere che non sussistono rischi di sostenibilità giudicati rilevanti per il prodotto finanziario, è opportuno spiegarne le ragioni. Se la valutazione porta a concludere che tali rischi sono rilevanti, è opportuno comunicare, in termini qualitativi o quantitativi, la misura in cui i rischi di sostenibilità possono incidere sulla performance del prodotto finanziario. Le valutazioni del rischio di sostenibilità così come la relativa informativa precontrattuale fornite dai partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero contribuire all'informativa precontrattuale dei consulenti finanziari. I consulenti finanziari dovrebbero comunicare in che modo tengono conto dei rischi di sostenibilità nella procedura di selezione del prodotto finanziario che è presentato agli investitori finali, prima di fornire la consulenza, a prescindere dalle preferenze di questi ultimi in materia di sostenibilità. Quanto detto non dovrebbe pregiudicare l'applicazione delle misure nazionale di recepimento delle direttive 2014/65/UE e (UE) 2016/97, in particolare gli obblighi dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari in materia di governance dei prodotti, valutazioni in termini di adeguatezza e appropriatezza, e verifiche delle richieste e delle esigenze”.

<sup>39</sup> Ai sensi della Direttiva UE 2014/65 (MiFID II), un cliente professionale possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assume. Sono quindi associati a tale categoria enti creditizi, imprese di investimento o altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati e l'investitore che richiede di essere trattato come professionale, previa verifica della sussistenza di determinate condizioni. La definizione di cliente al dettaglio è invece in negativo, ossia di chi non presenti le caratteristiche del professionale.

politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi decisionali relativi agli investimenti, come previsto dagli artt. 3 e 4.

L'art. 6, invece, contempla il meccanismo del *comply or explain*, per cui i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti che non ritengano rilevanti i rischi di sostenibilità devono includere nella informativa precontrattuale una spiegazione chiara e concisa al riguardo, integrando, se del caso, l'informativa prevista dal sito web.

Di particolare rilevanza sono gli artt. 8, 9, 10 e 11 del Regolamento, riferendosi agli indicatori di sostenibilità utilizzati per misurare le caratteristiche ambientali e sociali o l'impatto sostenibile complessivo del prodotto finanziario. Emerge appieno l'importanza degli indicatori, quindi della misurabilità concreta della sostenibilità, del relativo impatto del prodotto finanziario su cui si investe, che si rivela criterio idoneo a calibrare le responsabilità di chi lo fornisce.

Contemplando il principio del *comply or explain*, è auspicabile che la scelta degli investitori finali potrà orientarsi verso quei partecipanti del mercato finanziario e quei consulenti finanziari che realizzino un'integrazione dei rischi di sostenibilità nei loro processi e prendano nella dovuta considerazione gli impatti negativi sui rendimenti degli investimenti dei predetti rischi e gli impatti degli investimenti sui fattori di sostenibilità.

#### **2.4 Sulla responsabilità dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari**

L'eventuale incompletezza, inesattezza o falsità dell'informativa e delle comunicazioni fornite può concorrere, da un lato ad influenzare la scelta di investimento, suscettibile di cagionare un danno patrimoniale in capo all'investitore, e dall'altro a determinare un impatto negativo sui fattori di sostenibilità, frustrando le aspettative dello stesso investitore e suscettibili di venire in considerazione anche sotto il profilo del danno non patrimoniale.

Sia il Regolamento UE 2019/2088 che il Regolamento UE 2020/852 menzionano, all'art. 6, l'"informativa precontrattuale", testimoniando come il legislatore europeo



presti attenzione alla conclusione di un contratto tra l'investitore finale e il partecipante al mercato finanziario, ivi compreso il consulente finanziario.

Estremamente plausibile che il riferimento si rivolga ad un'informativa resa nella formazione del contratto o in previsione dello stesso, avente ad oggetto un prodotto finanziario o una consulenza finanziaria.

La lettura combinata dei Regolamenti, in una controversia alla quale si applichi il diritto italiano, potrebbe far emergere una responsabilità dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari per l'ipotesi di mancata, inesatta o falsa informativa di un rischio di sostenibilità attinente all'investimento, riconducibile nella responsabilità precontrattuale sancita dall'art. 1337 cod. civ.<sup>40</sup>.

Perciò, nell'ipotesi di inadeguata informazione circa le modalità di integrazione del rischio di sostenibilità nella decisione di investimento oppure circa i risultati della valutazione dell'impatto di detto rischio sul rendimento del prodotto finanziario, l'investitore potrebbe subire un pregiudizio che la controparte sarebbe tenuta a risarcire a titolo di responsabilità precontrattuale. A sostegno di quanto dedotto si è espressa la giurisprudenza sulla responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi di cui all'art. 21 del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)<sup>41</sup>. Infatti, la responsabilità precontrattuale richiamata può essere fatta valere nonostante la conclusione di un valido contratto, e comporta il risarcimento di un danno non già limitato all'interesse contrattuale negativo, ma calcolato sulla base del minor vantaggio economico o maggior aggravio economico subito dall'investitore<sup>42</sup>. Quanto al regime probatorio e al termine di prescrizione, il discrimine risiede nella qualificazione della responsabilità. Nonostante la Corte di Cassazione abbia a lungo supportato la tesi della natura extracontrattuale

---

<sup>40</sup> Articolo 1337 cod. civ. Trattative e responsabilità precontrattuale “Le parti, nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto, devono comportarsi secondo buona fede”.

<sup>41</sup> Articolo 21 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), Criteri generali, I comma, “Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti; d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività.

<sup>42</sup> Cass., 29 settembre 2006, n. 19024 e Cass., 17 settembre 2013, n. 212555

della responsabilità precontrattuale, sulla scorta della stessa lettura dell'art. 1218 cod. civ.<sup>43</sup>, secondo la quale esso non si limita a regolare l'inadempimento dell'obbligazione che abbia fonte contrattuale, ma disciplina l'inadempimento dell'obbligazione da qualunque fonte essa nasca, vista anche la collocazione dell'articolo nel Titolo I del Libro IV del codice civile, relativo alla disciplina dell'obbligazione in generale, si sta progressivamente consolidando l'opinione per cui lo stesso art. 1337 cod. civ. vada ricondotto nell'alveo dell'art. 1218 del cod. civ.

Questa interpretazione fa sì che l'azione dell'investitore sia soggetta al termine ordinario decennale di prescrizione e che l'investitore debba limitarsi a provare la fonte dell'obbligazione, allegare l'inesatto adempimento dell'obbligo informativo relativo ai rischi di sostenibilità dell'investimento e provare il pregiudizio subito, gravando sul partecipante al mercato finanziario o sul consulente finanziario la prova dell'esatto adempimento o che *“l'inadempimento o il ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile”*. La tesi esposta è soprattutto volta a colmare l'asimmetria informativa sussistente tra le parti.

Meno lineare è il tema dell'eventuale responsabilità dei partecipanti al mercato finanziario e dei consulenti finanziari per inesatta pubblicazione nel sito web di informative, e loro costante aggiornamento, sulle politiche di dovuta diligenza inerenti ai fattori di rischio correlati alla sostenibilità, come previsto dai richiamati artt. 3 e 4 del Regolamento UE 2019/2088.

A tal proposito, è fondamentale evidenziare che il Regolamento, tenendo ferma la distinzione fra informativa precontrattuale e relazioni periodiche, preveda gli stessi requisiti per i prodotti finanziari ESG: in entrambi i casi è necessario comunicare gli indici di sostenibilità allineati oppure i criteri utilizzati come parametro di riferimento per misurare le prestazioni in termini di sostenibilità, ed in ogni caso esplicitare come si intenda conseguire l'obiettivo di sostenibilità<sup>44</sup>.

---

<sup>43</sup> Articolo 1218 cod. civ., Responsabilità del debitore, *“Il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta è tenuto al risarcimento del danno, se non prova che l'inadempimento o il ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile”*

<sup>44</sup> Considerando 21 *“Ad oggi sono stati sviluppati prodotti sostenibili con diversi livelli di ambizione. È pertanto necessario distinguere - ai fini dell'informativa precontrattuale e dell'informativa divulgata mediante relazioni periodiche - i requisiti relativi ai prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali o sociali, e i requisiti relativi ai prodotti finanziari che hanno come obiettivo quello di produrre effetti positivi per l'ambiente e la società. Di conseguenza, per quanto concerne i prodotti*

Ciò spiega i vari richiami degli artt. 8 e ss. agli indici di riferimento, a informazioni su come le suddette caratteristiche sono rispettate o alla metodologia utilizzata per il calcolo degli indici. Tuttavia, l'individuazione di metriche per misurare la sostenibilità risulta complessa considerando la natura non finanziaria delle stesse.

Da ultimo, si pone il problema se da tale circostanza possa residuare una responsabilità in capo ai partecipanti ai mercati finanziari o ai consulenti finanziari, specialmente sotto il profilo della risarcibilità del danno patrimoniale e non patrimoniale. I principali riferimenti normativi sono il d. l. n. 254 del 2016<sup>45</sup> che disciplina le dichiarazioni non finanziarie e l'art. 94 del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)<sup>46</sup> sulla responsabilità da prospetto. Quanto al primo, giova richiamare l'art.3 del decreto, secondo il quale la dichiarazione individuale di carattere non finanziario tende ad assicurare la comprensione dell'attività d'impresa, del suo andamento, dei suoi risultati e dell'impatto dalla stessa prodotta, coprendo i temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva, vale a dire gli stessi fattori ESG. L'oggetto dell'informativa nel Regolamento UE 2019/2088 e nel d.lgs. n. 254 del 2016 riguarda informazioni non finanziarie e relative agli aspetti della sostenibilità.

Quanto al secondo riferimento normativo si richiama all'attenzione il prospetto informativo, avente ad oggetto informazioni di carattere finanziario e quindi "tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari

---

finanziari aventi caratteristiche ambientali o sociali, i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero comunicare se e in che modo l'indice designato, l'indice di sostenibilità o l'indice convenzionale siano allineati alle suddette caratteristiche e, laddove non sia utilizzato alcun indice di riferimento, informazioni su come vengono rispettate le caratteristiche di sostenibilità dei prodotti finanziari. Per quanto riguarda i prodotti finanziari che hanno come obiettivo quello di produrre effetti positivi per l'ambiente e la società, i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero comunicare quale parametro di riferimento utilizzano per misurare le prestazioni in termini di sostenibilità nonché, laddove non sia utilizzato alcun parametro di riferimento, spiegare come viene conseguito l'obiettivo di sostenibilità. Tali informative dovrebbe essere contenute nelle loro relazioni annuali".

<sup>45</sup> Decreto legislativo del 30 dicembre 2016, n. 254 in attuazione della direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifica alla direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni.

[www.normattiva.it](http://www.normattiva.it)

<sup>46</sup> Articolo 94 TUF, Offerta al pubblico di strumenti finanziari, [www.brocardi.it](http://www.brocardi.it)

offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Il prospetto contiene altresì una nota di sintesi la quale, concisamente e con linguaggio tecnico, fornisce le informazioni chiave nella lingua in cui il prospetto è stato redatto. Il formato e il contenuto della nota di sintesi forniscono, unitamente al prospetto, informazioni adeguate circa le caratteristiche fondamentali dei prodotti finanziari che aiutino gli investitori al momento di valutare se investire in tali prodotti". Di conseguenza, è innegabile come nel prospetto informativo, la mancata o incompleta pubblicazione delle informazioni previste dal Regolamento UE 2019/2088 sia potenzialmente pregiudizievole per un investimento e quindi per l'investitore.

Infatti, l'art.3 del Regolamento UE 2019/2088 sancisce che le informazioni rese sono funzionali alla possibile conclusione di un contratto di investimento o di consulenza, siano esse rivolte agli investitori o al mercato, per garantire un'informazione quanto più trasparente sui possibili rischi di sostenibilità connessi agli investimenti.

Così strutturata, la responsabilità per inesatta o non trasparente pubblicazione della politica e informative continuative di cui sopra, potrebbe essere assimilata alla responsabilità da prospetto, regolata dall'art. 94 del TUF secondo il quale l'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provino di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso.

Il dibattito sulla natura contrattuale o extracontrattuale della responsabilità delineata ha perduto rilevanza, dato il termine di prescrizione previsto dallo stesso comma 8 dell'art. 94 del seguente tenore letterale "*le azioni risarcitorie sono esercitate entro cinque anni dalla pubblicazione del prospetto, salvo che l'investitore provi di avere scoperto le falsità delle informazioni o le omissioni nei due anni precedenti l'esercizio dell'azione*".

Presunzione di colpa e conseguente inversione dell'onere della prova sono giustificati dallo scopo perseguito dal Regolamento: introdurre un'incisiva protezione dell'investitore e di colmare le asimmetrie informative tra le parti coinvolte.

L'obbligo informativo, quando sussistente a carico dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari, sembra poter condurre ad individuare obbligazioni la cui violazione incide su situazioni meritevoli di tutela per l'ordinamento giuridico, ai sensi della clausola generale del danno ingiusto ex art. 2043 cod. civ..

Queste considerazioni possono essere estese alle informazioni precontrattuali, continuative e periodiche relative agli effetti dei rischi di sostenibilità sul rendimento degli investimenti o sull'impatto dell'investimento sui fattori di sostenibilità, che secondo il Regolamento UE 2019/2088 devono essere rese note all'investitore finale dai partecipanti ai mercati finanziari e dai consulenti finanziari, qualora si possa provare che la erronea o la falsa informazione sui fattori ESG abbia indotto l'investitore ad effettuare o a lasciare inalterato un investimento rivelatosi negativo, che non avrebbe effettuato affatto o a condizioni differenti, se fosse stato debitamente informato.

Come dimostrato in precedenza, nel Regolamento sono presenti più riferimenti ad indicatori di sostenibilità per la misurabilità della sostenibilità e la questione delle metriche, attualmente in evoluzione, procede verso una sempre più chiara definizione. Ciò è dimostrato dal recente *Q&A* rilasciato il 17 novembre 2022 dalla *European Supervisory Authorities (ESA)*<sup>47</sup>, composto dalla Autorità bancaria europea (EBA), dall'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (EIOPA) e dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA).

Può comunque risultare difficile provare da parte dell'investitore il nesso causale tra la violazione del dovere informativo ed il danno patito.

Tuttavia, la giurisprudenza offre letture a sostegno di quanto dedotto sulla responsabilità da prospetto. Detto nesso causale tra difetto informativo e condizioni di investimento potrà essere dimostrato sulla base della constatazione per cui la inesattezza o non veridicità dell'informazione *“non può non generare la presunzione di rilevanza della distorsione informativa sulle scelte dell'investitore, al quale non può essere imposto l'ulteriore onere della prova negativa di eventuali diversi fattori dai quali dette scelte sarebbero state determinate”*<sup>48</sup>, sulla scorta del *“criterio della*

---

<sup>47</sup> Questions and answers (Q&A) on the SFDR Delegated Regulation (Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288), [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)

<sup>48</sup>Cass., 11 giugno 2010, n. 14056

*causalità adeguata, sulla base del quale, all'interno della serie causale, occorre dare rilievo solo a quegli eventi che non appaiono- ad una valutazione "ex ante" - del tutto inverosimili, vigendo, nel processo civile, diversamente da quello penale, la regola della preponderanza dell'evidenza o del "più probabile che non"<sup>49</sup>.*

Per quanto attiene alla quantificazione del danno si può ricorrere al criterio di massima che fa riferimento alla differenza tra la spesa complessiva effettuata per l'investimento e il valore residuo dei prodotti finanziari acquistati, ai quali può sottrarsi l'ulteriore somma conseguibile alla luce dell'andamento del mercato liquidando in maniera tempestiva l'investimento<sup>50</sup>.

Un altro quesito concerne la risarcibilità del danno non patrimoniale, soprattutto quando il difetto informativo abbia leso o alterato lo scopo di investimento responsabile, atto alla produzione di effetti positivi sui fattori di sostenibilità, programmato dall'investitore, ipotesi che può venire in considerazione con riferimento all'art. 4 del Regolamento UE 2019/2088, che contempla la pubblicazione di informazioni continuative o periodiche sui principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità.

La "scelta etica" dell'investitore può considerarsi una proiezione delle proprie convinzioni personali che concorrono a definire l'identità personale del cosiddetto investitore responsabile, nella stessa prospettiva dell'esercizio di un diritto inviolabile della persona garantito dalla stessa Costituzione<sup>51</sup>.

È noto l'odierno indirizzo della Corte di Cassazione nel riconoscere il risarcimento del danno non patrimoniale ogni volta che il fatto illecito abbia pregiudicato un diritto in

---

<sup>49</sup>Cass., sez. un., 11 gennaio 2008, n. 581

<sup>50</sup>Trib. Milano, 18 maggio 2017, in "Le società", 2017, pp. 1370 ss. Per l'analisi relativa al danno risarcibile in caso di responsabilità da prospetto G. Afferni, Commento a Cass., 11 giugno 2010, n. 14056, in «Danno e resp.», 2011, pp. 625 ss., secondo il quale il danno risarcibile è pari alla differenza tra il prezzo pagato per i titoli e il loro valore reale, da intendersi come valore che i titoli avrebbero avuto al momento dell'acquisto qualora fosse stato noto il vero stato delle cose.

<sup>51</sup> Articolo 2 Cost., "La Repubblica riconosce e garantisce i diritti inviolabili dell'uomo, sia come singolo, sia nelle formazioni sociali ove si svolge la sua personalità, e richiede l'adempimento dei doveri inderogabili di solidarietà politica, economica e sociale".

violabile della persona e la lesione abbia i caratteri della gravità e serietà<sup>52</sup>. Ricorrendone i presupposti, potrà ritenersi risarcibile il danno non patrimoniale conseguenza dell'informazione non veritiera, a condizione che sia fornita una sufficiente piattaforma probatoria. Tuttavia, è innegabile quanto sia concretamente arduo fornire la prova del danno non patrimoniale subito e della relativa liquidazione, che allora verrà rimessa alla valutazione equitativa ex art. 1226 cod. civ. del giudice<sup>53</sup>. Tesi avallata dalla recente giurisprudenza della Corte di Cassazione<sup>54</sup>, pienamente in linea con questa prospettiva.

### **3. Prodotti finanziari ESG**

Ad oggi e nonostante il delinarsi di un quadro normativo sempre più solido, la mancanza di una chiara e precisa definizione normativa dei criteri ESG si riflette sulle incertezze e ambiguità del contenuto a cui fa riferimento l'acronimo. Ciò ha delineato differenti prassi di mercato, in particolare con riferimento agli operatori di mercato che emettono e strutturano strumenti finanziari ESG seguendo schemi e prassi eterogenei. All'interno del contesto europeo, obiettivo del legislatore è quello di fornire una definizione di ESG e creare parametri il più possibile oggettivi per riuscire ad orientare capitali sempre più ingenti verso la finanza sostenibile.

Obiettivo dichiarato nello stesso Piano di Azione in cui, tra le varie iniziative, rientra quella di “creare un linguaggio comune per la finanza sostenibile, ovvero un sistema unificato di classificazione dell'UE o “tassonomia” per definire ciò che è sostenibile e identificare gli ambiti in cui gli investimenti sostenibili possono incidere maggiormente”, mediante l'adozione di appositi Regolamenti, integrati da atti delegati disciplinanti criteri di vaglio tecnico.

---

<sup>52</sup> Cass., sez. un. 11 novembre 2008, n. 26972, 26973, 26974, 26975; Cass., 25 settembre 2012, n. 7256; A.M. Benedetti, “Sanzionare compensando? Per una liquidazione non ipocrita del danno non patrimoniale”, in «Riv. dir. civ.», 2019, pp. 222 ss.

<sup>53</sup> Sulla quantificazione del danno non patrimoniale di recente: Cass., 29 marzo 2019, n. 8755; Cass. 17 gennaio 2018, n. 901.

<sup>54</sup> Cass., sez. un., 5 luglio 2017, n. 16601

La Commissione europea è al lavoro per definire in modo chiaro ed univoco quali investimenti ed attività possono definirsi sostenibili, prevedendo un sistema di classificazione per ogni componente dell'acronimo ESG.

In particolare, il primo dei tre criteri, quindi l'ambiente, è stato il primo ad essere oggetto di studio da parte del legislatore europeo. D'altronde, risulta innegabile come questo stia assumendo criteri sempre più chiari, mentre lo stesso non può affermarsi per gli altri due aspetti, quello sociale e di governabilità, nonostante la sopracitata iniziativa della Piattaforma sulla finanza sostenibile.

L'interesse legato a tematiche ambientali, sociali e di governance è aumentato fortemente negli ultimi anni, banche, investitori e imprese, hanno focalizzato il loro interesse e cambiato la prospettiva in riferimento a tali fattori rispettandoli non solo perché eticamente necessario, ma soprattutto perché potrebbero costituire un'opportunità in grado di creare valore e profitto, incidendo sul futuro degli stessi.

Nell'applicazione del mondo ESG alla finanza, infatti gli operatori del mercato sono da tempo attivi nella strutturazione di prodotti finanziari sostenibili.

Tra questi meritano menzione:

- *Green bond*: obbligazioni la cui emissione e il cui *use of proceeds* sono legati a progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente, come l'efficienza energetica, la produzione di energia da fonti rinnovabili, il trattamento dei rifiuti, l'uso sostenibile dei terreni, e così via;
- *Social bond*: classificati come “*social*” qualora siano destinati al finanziamento o al rifinanziamento di progetti e/o attività sociali che conseguono risultati sociali positivi e affrontano tematiche sociali come, ad esempio, la salute e la sicurezza alimentare o i diritti umani. A seguito della crisi da Covid, grande attenzione è stata data alle disuguaglianze sociali e si è sentita sempre di più l'esigenza di indirizzare i flussi di capitale per mitigare le problematiche sociali. Infatti, il contesto in cui viviamo risulta essere adatto per tale tipologia di investimento, essa rappresenta un impegno degli emittenti sui temi sociali che potenzialmente può generare un grande impatto;
- *Sustainability-Linked Bond (SLB)*: qualsiasi tipo di prestito obbligazionario dotato di caratteristiche finanziarie e/o strutturali che possono variare a seconda che l'emittente raggiunga o meno obiettivi di sostenibilità predefiniti. In tal senso, gli emittenti si impegnano esplicitamente a raggiungere determinati risultati futuri di sostenibilità entro una tempistica predefinita. I SLB sono pertanto uno strumento



orientato al raggiungimento di un obiettivo futuro e basato sulla performance di sostenibilità dell'emittente; e

- cartolarizzazioni ESG: cartolarizzazioni con garanzie ESG, ossia dove i titoli oggetto di cessione sono garantiti da portafogli di attività ESG (ad esempio, mutui per finanziare case efficienti dal punto di vista energetico, prestiti/leasing di veicoli elettrici, leasing solari e prestiti alle PMI per finanziare progetti ESG); cartolarizzazioni con utilizzo dei proventi ESG, ossia dove i proventi dei titoli garantiti da attività sono utilizzati per investimenti in progetti ESG; cartolarizzazione di capitale ESG: in cui il cedente utilizza il capitale liberato o la leva finanziaria di uno sgravio di capitale o di una cartolarizzazione sintetica per investire in progetti ESG.

In tema, il 2 marzo 2022 l'EBA ha pubblicato un report che mira a velocizzare la creazione di un quadro normativo in materia di cartolarizzazione sostenibile<sup>55</sup>.

---

<sup>55</sup> Nel suo intervento l'EBA si è mossa lungo tre linee guida e ha proposto le seguenti ipotesi:

- applicare alle cartolarizzazioni taluni regolamenti UE in materia di finanza sostenibile, tra cui l'EU GBS, il Regolamento sulla Tassonomia e il SFDR; e
- emanare un quadro normativo ad hoc per le cartolarizzazioni ESG.

Inoltre, l'EBA ha individuato il contenuto della disclosure sulla sostenibilità e i requisiti di due-diligence nelle operazioni di cartolarizzazioni ESG.

## Capitolo II – La finanza sostenibile nell’ordinamento americano

### 1. Introduzione ai criteri ESG nella cultura statunitense

Negli Stati Uniti d’America, le politiche ESG hanno assunto un ruolo di primo piano negli ultimi anni. Per quanto riguarda le questioni ambientali, il manifestarsi di inconsueti fenomeni metereologici, sebbene il legame con gli effetti del cambiamento climatico non sia stato ancora pienamente dimostrato a livello scientifico, ha comunque destato grave preoccupazione nell’opinione pubblica: si pensi alla “tempesta del secolo” o “*snowmagedon*” come ribattezzata dalla cronaca<sup>56</sup>, che si è abbattuta sul finire dell’anno 2022 su tutti gli Stati Uniti, dai Grandi Laghi al confine con il Canada fino all’estremità sud del Rio Grande, alla frontiera tra Texas e Messico, dove il maltempo ha reso ancora più drammatica la situazione di migliaia di migranti in cerca di rifugio<sup>57</sup>.

Dei tre pilastri dei fattori ESG, le preoccupazioni ambientali sono le più radicate e quelle che hanno il maggior peso nel panorama politico americano.

La campagna americana per la protezione dell’ambiente è iniziata negli anni Sessanta: Rachel Carson aveva pubblicato nel 1962 il suo celebre libro dal titolo “Primavera silenziosa”, attaccando l’uso indiscriminato dei pesticidi<sup>58</sup>, e la preoccupazione per l’inquinamento dell’aria e dell’acqua si era diffusa sulla scia di alcuni disastri come l’enorme quantità di petrolio greggio fuoriuscito da una piattaforma *offshore* al largo delle coste californiane e poi riversatosi sulle stesse spiagge, causando la devastazione della fauna e della flora locali<sup>59</sup> o quando vicino a Cleveland, in Ohio, il fiume

---

<sup>56</sup> Anne Barnard, *How Climate Change Can Supercharge Snowstorms*, 22 dicembre 2022, The New York Times, [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com)

<sup>57</sup> *Gli Usa in ginocchio per la tempesta artica, oltre 50 morti*, ANSA, 27 dicembre 2022, [www.ansa.it](http://www.ansa.it)

<sup>58</sup> Rachel Louise Carson (1907 –1964) è stata una biologa e zoologa statunitense. Il libro “Primavera silenziosa” è comunemente ritenuto una sorta di manifesto antesignano del movimento ambientalista e descrive, supportato da autorevoli analisi scientifiche, i danni irreversibili del DDT e dei fitofarmaci sia sull’ambiente che sugli esseri umani.

<sup>59</sup> “The Santa Barbara oil spill”, disastro naturale tra gennaio e febbraio 1969 nel canale di Santa Barbara, è la più grande fuoriuscita di petrolio avvenuta nelle acque al largo della California. La fuoriuscita devastò l’ecosistema ivi presente, provocando l’indignazione pubblica e una rilevante copertura mediatica. Ciò ha ispirato numerosi atti legislativi ambientali negli anni successivi, nonché

Cuyahoga, soffocato da contaminanti chimici, aveva preso spontaneamente fuoco<sup>60</sup>. All'inizio del 1970, in seguito alle crescenti preoccupazioni dei cittadini per il deterioramento dell'aria nelle città, per le aree naturali disseminate di detriti e per le riserve idriche urbane contaminate da pericolose impurità, il presidente dell'epoca, Richard Nixon, istituì l'*Environmental Protection Agency* (EPA), l'agenzia<sup>61</sup> incaricata della protezione ambientale e della salute umana.

Sul piano normativo, il *Clean Water Act*<sup>62</sup> del 1972 ha delegato all'EPA il potere di applicare la politica ambientale negli Stati Uniti, ad esempio e come richiamato nella dichiarazione di obiettivi e politiche della stessa agenzia, attuando programmi di controllo dell'inquinamento tramite la definizione di *standard* per le acque reflue<sup>63</sup>.

Infatti, l'applicazione delle leggi in materia ambientale è una parte centrale del piano strategico dell'EPA per la protezione della salute umana e dell'ambiente, che può esercitare azioni civili o penali contro eventuali trasgressori.<sup>64</sup>

Considerando invece gli altri due fattori ESG, di tipo sociale e di governo societario e il già menzionato “principio della doppia rilevanza”<sup>65</sup>, si fa riferimento sia all'impatto delle attività dell'impresa sulla società e sull'ambiente, sia al modo in cui le questioni di sostenibilità incidono sull'impresa stessa.

L'*Occupational Safety & Health Administration* (OSHA), un'agenzia federale fondata con l'*Occupational Safety & Health Act* del 1970<sup>66</sup> da Nixon, protegge i diritti dei lavoratori e si impegna ad offrire soluzioni a lungo termine per la regolamentazione dei rischi sul posto di lavoro. L'OSHA condivide la transizione verso la sostenibilità perché da tempo consapevole della natura interconnessa con gli obiettivi dichiarati

---

la creazione della giornata nazionale di sensibilizzazione per su questioni relative all'ambiente, nota come “Earth Day”, nato nella primavera del 1970 negli Stati Uniti e oggi osservato in 192 paesi”.

David Bressan, *The Oil Spill That Inspired Earth Day*, Forbes, 22 aprile 2021, [www.forbes.com](http://www.forbes.com)

<sup>60</sup> “L'incendio, avvenuto il 22 giugno 1969 a Cleveland, Ohio, ha drammatizzato l'entità dell'inquinamento del fiume e l'inefficacia del ritardato programma di abbattimento dell'inquinamento della città. L'industria pesante domina ancora oggi questa sezione del fiume”, *The 1969 Cuyahoga River Fire*, Cuyahoga Valley National Park

<sup>61</sup> *The Origins of EPA*, EPA, [www.epa.gov](http://www.epa.gov)

<sup>62</sup> Clean Water Act, [www.epa.gov](http://www.epa.gov)

<sup>63</sup> Environmental Protection Agency – EPA, [www.epa.gov](http://www.epa.gov)

<sup>64</sup> Basic Information on Enforcement – EPA, [www.epa.gov](http://www.epa.gov)

<sup>65</sup> Vedi pag. 14

<sup>66</sup> Occupational Safety and Health Administration – OSHA, [www.osha.gov](http://www.osha.gov)

dalla stessa organizzazione. Le considerazioni ambientali sono importanti, ovviamente, ma non possono prevalere sull'importanza del benessere psicofisico dei dipendenti. Esempi di politiche sociali a livello aziendale sono l'aumento dei permessi retribuiti, il prolungamento del congedo di maternità e paternità o le limitazioni di orario per evitare il sovraccarico di lavoro<sup>67</sup>.

La trasparenza diventa cruciale per la *governance* poiché consente alle aziende di ricevere una valutazione esterna sulle strategie e sulle politiche intraprese.

Rendicontazioni rese pubbliche sulle politiche di sostenibilità consentono di fornire una prospettiva più ampia e in grado di comprendere al meglio la posizione all'interno della comunità economica e sociale. Per comprendere meglio tale ultimo fenomeno, è necessaria una breve introduzione all'ordinamento giuridico statunitense e in particolare al suo diritto societario.

## **2. Cenni sul diritto societario statunitense**

Gli Stati Uniti d'America sono sorretti da un sistema politico, legislativo e giudiziario federale. La fonte giuridica primaria è la Carta Costituzionale del 1789<sup>68</sup>, una delle più antiche e meno emendate nel tempo. In estrema sintesi, nei primi tre articoli, essa prevede che il potere legislativo sia attribuito al Congresso, costituito da due camere, il Senato e la Camera dei Rappresentanti; il potere esecutivo al Presidente e che il potere giudiziario sia organizzato a livello federale e statale, nel primo secondo una struttura piramidale con un'unica Corte suprema, tredici Corti d'appello e le diverse Corti distrettuali.

I tre rami del sistema federale operano con “*checks and balances*”, sulla base dei quali è possibile mantenere l'equilibrio tra i vari poteri.

Con una certa approssimazione, si può affermare che l'organizzazione dei singoli Stati riproduce quella federale. Infatti il potere legislativo statale è esercitato da un'assemblea bicamerale e il potere esecutivo dal Governatore. Allo stesso modo, la maggior parte dei sistemi giudiziari statali sono strutturati su tre gradi, con varie denominazioni. Essi possono, altresì, prevedere tribunali di ordine inferiore per

---

<sup>67</sup>OSHA, *OSHA at 30: Three Decades of Progress in Occupational Safety and Health*, [www.osha.gov](http://www.osha.gov)

<sup>68</sup> Constitution of the United States (Costituzione USA), [www.senate.gov](http://www.senate.gov)

questioni specifiche o controversie minori.

L'art. 1, Sezione 8 della Costituzione<sup>69</sup> indica varie materie oggetto di competenza legislativa del Congresso, mentre il decimo emendamento<sup>70</sup> prevede una clausola di riserva in virtù della quale tutti i poteri non delegati al sistema federale vengono

---

<sup>69</sup> Art. 1, Sezione 8 della Costituzione USA, “*The Congress shall have Power:*

*To lay and collect Taxes, Duties, Imposts and Excises, to pay the Debts and provide for the common Defence and general Welfare of the United States; but all Duties, Imposts and Excises shall be uniform throughout the United States;*

*To borrow Money on the credit of the United States;*

*To regulate Commerce with foreign Nations, and among the several States, and with the Indian Tribes;*

*To establish an uniform Rule of Naturalization, and uniform Laws on the subject of Bankruptcies throughout the United States;*

*To coin Money, regulate the Value thereof, and of foreign Coin, and fix the Standard of Weights and Measures;*

*To provide for the Punishment of counterfeiting the Securities and current Coin of the United States;*

*To establish Post Offices and post Roads;*

*To promote the Progress of Science and useful Arts, by securing for limited Times to Authors and Inventors the exclusive Right to their respective Writings and Discoveries;*

*To constitute Tribunals inferior to the supreme Court;*

*To define and punish Piracies and Felonies committed on the high Seas, and Offences against the Law of Nations;*

*To declare War, grant Letters of Marque and Reprisal, and make Rules concerning Captures on Land and Water;*

*To raise and support Armies, but no Appropriation of Money to that Use shall be for a longer Term than two Years;*

*To provide and maintain a Navy;*

*To make Rules for the Government and Regulation of the land and naval Forces;*

*To provide for calling forth the Militia to execute the Laws of the Union, suppress Insurrections and repel Invasions;*

*To provide for organizing, arming, and disciplining, the Militia, and for governing such Part of them as may be employed in the Service of the United States, reserving to the States respectively, the Appointment of the Officers, and the Authority of training the Militia according to the discipline prescribed by Congress;*

*To exercise exclusive Legislation in all Cases whatsoever, over such District (not exceeding ten Miles square) as may, by Cession of particular States, and the Acceptance of Congress, become the Seat of the Government of the United States, and to exercise like Authority over all Places purchased by the Consent of the Legislature of the State in which the Same shall be, for the Erection of Forts, Magazines, Arsenals, dock-Yards, and other needful Buildings; And*

*To make all Laws which shall be necessary and proper for carrying into Execution the foregoing Powers, and all other Powers vested by this Constitution in the Government of the United States, or in any Department or Officer thereof”*

<sup>70</sup> Amendment X (1791) “*The powers not delegated to the United States by the Constitution, nor prohibited by it to the States, are reserved to the States respectively, or to the people”*

mantenuti dai singoli Stati<sup>71</sup>.

In tutte le materie rientranti nel blocco di competenza federale trova applicazione il principio delineato dal secondo comma dell'art. 6 della Costituzione, la cosiddetta “*supremacy clause*”<sup>72</sup>, simile a quello del primato del diritto comunitario sul diritto degli Stati Membri dell'UE<sup>73</sup>, alla luce del quale i giudici statali applicano la Costituzione federale ed il diritto federale (comprensivo di norme di legge e del case law) come “*supreme law of the land*”<sup>74</sup>.

Gli Stati possono intervenire legislativamente nelle materie assegnate al potere federale nella misura in cui un qualche aspetto non sia compiutamente regolato dalla legislazione federale. Può, infatti, avvenire che una legge del Congresso stabilisca certi diritti, ma taccia sui rimedi, residuando quindi un margine di intervento normativo da

---

<sup>72</sup> Art. 6, comma II, Costituzione USA “*This Constitution, and the Laws of the United States which shall be made in Pursuance thereof; and all Treaties made, or which shall be made, under the Authority of the United States, shall be the supreme Law of the Land; and the Judges in every State shall be bound thereby, any Thing in the Constitution or Laws of any state to the Contrary notwithstanding*”

<sup>73</sup> Il principio del primato (definito anche «preminenza» o «supremazia») del diritto dell'Unione europea (Unione) si basa sull'idea che, ove insorga un conflitto tra un aspetto del diritto dell'Unione e un aspetto del diritto di uno Stato membro dell'Unione (diritto nazionale), prevale il diritto dell'Unione. Se così non fosse, gli Stati membri potrebbero semplicemente consentire al loro diritto nazionale di avere la precedenza sul diritto primario o derivato dell'Unione e il perseguimento delle politiche dell'Unione diverrebbe impraticabile.

Il principio del primato del diritto dell'Unione si è sviluppato nel tempo mediante la giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione europea. Non è sancito dai trattati dell'Unione, sebbene al riguardo vi sia una breve dichiarazione allegata al trattato di Lisbona.

Nella sentenza “*Van Gend en Loos contro Nederlandse Administratie der Belastingen*” (Causa 26/62), la Corte ha dichiarato che le leggi adottate dalle istituzioni dell'Unione sono in grado di creare diritti giuridici che possono essere rivendicati da persone fisiche e giuridiche dinanzi ai tribunali degli Stati membri. Pertanto, il diritto dell'Unione ha un'applicabilità diretta.

Nella “sentenza *Costa contro ENEL*” (Causa 6/64), la Corte ha sviluppato ulteriormente il principio dell'applicabilità diretta e ha colto l'idea che gli obiettivi dei trattati sarebbero stati compromessi se il diritto dell'Unione fosse stato subordinato al diritto nazionale. Con il trasferimento di alcuni poteri all'Unione, gli Stati membri hanno limitato i loro diritti sovrani; pertanto, per essere efficaci, le norme dell'Unione devono prevalere su qualsiasi disposizione del diritto nazionale, comprese le costituzioni.

<sup>74</sup> Ugo Mattei, *Il Modello di Common Law*, 2004, Torino

parte degli Stati<sup>75</sup>.

Quanto alla materia inerente al commercio, l'art. 1 della Costituzione comprende la *commerce clause*, secondo cui il legislatore federale regola il commercio con l'estero, tra gli Stati e con le tribù indiane. Quanto al diritto delle società, l'attuale interpretazione attribuisce al livello federale la disciplina dell'emissione e offerta al pubblico di securities (azioni, obbligazioni e altri titoli di partecipazione e debito) e a quello statale la costituzione e l'organizzazione delle società (internal affairs).

Fatte queste premesse, si può agevolmente comprendere le ragioni per cui il quadro normativo americano sul diritto societario risulti eterogeneo. In materia non è presente una legislazione federale uniforme cui tutti gli Stati facciano riferimento.

Un indirizzo significativo e un orientamento generale sulla regolamentazione dei mercati e anche in materia di governance sono dati dalla *Securities Exchange Commission* (SEC)<sup>76</sup>, l'autorità federale indipendente responsabile della regolamentazione e vigilanza del mercato azionario americano per la salvaguardia della sua trasparenza a tutela degli investitori, in particolare dei piccoli risparmiatori. L'agenzia fu istituita nel 1934, nell'ambito del *New Deal*, il piano di riforme economiche e sociali promosso dal presidente Franklin Delano Roosevelt fra il 1933 e il 1937, allo scopo di risollevare il Paese dalla grande depressione che aveva travolto gli Stati Uniti d'America a partire dal 1929.

Di particolare rilievo è l'*Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval* (EDGAR)<sup>77</sup> che contiene, in versione elettronica e consultabile dal pubblico, tutta la documentazione che le società quotate in borsa sono tenute a trasmettere a questa autorità di sorveglianza, i "*SEC filings*", in ragione dei poteri di tutela degli investitori e del mercato a essa attribuiti dal *Securities Act* del 1933<sup>78</sup> e dal *Securities Exchange Act* del 1934<sup>79</sup>.

Per tentare di uniformare la normativa societaria statale è stato predisposta una legge modello, il *Model Business Corporation Act* – MBCA del 1950, successivamente più

---

<sup>75</sup> Antonio Gambaro, Rodolfo Sacco, *Sistemi Giuridici Comparati*, 13 giugno 2018, Utet Giuridica

<sup>76</sup> Securities Exchange Commission, [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

<sup>77</sup> Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval (EDGAR) [www.sec.gov/edgar.shtml](http://www.sec.gov/edgar.shtml)

<sup>78</sup> Securities Act of 1933, [www.govinfo.gov](http://www.govinfo.gov)

<sup>79</sup> Securities Exchange Act of 1934, [www.govinfo.gov](http://www.govinfo.gov)

volte rivisto fino all'odierna versione del settembre 2021. Il MBCA, redatto dal *Corporate Laws Committee della Business Law Section of the American Bar Association*, funge da autorevole modello di regolamentazione per gli Stati e disciplina una serie di aree, tra cui la costituzione, la *governance* e la responsabilità degli amministratori. Attualmente esso è utilizzato come riferimento da trentasei Stati<sup>80</sup>.

Inoltre, tra le leggi societarie statali, il riferimento imprescindibile per la normativa inerente le società è la *Delaware General Corporation Law*<sup>81</sup>, visto che negli Stati Uniti la maggior parte delle società, soprattutto quelle ad azionariato diffuso, le cosiddette *public companies*, sono costituite secondo le leggi dello Stato del Delaware<sup>82</sup>.

Per quanto riguarda la disciplina della quotazione in borsa, importanti riferimenti sono emanati oltre che dalla SEC anche dal *New York Stock Exchange* (NYSE) e dal NASDAQ<sup>83</sup>, le due principali borse statunitensi. Le regole per la quotazione in borsa riguardano una serie di questioni di *corporate governance*, tra cui l'indipendenza degli amministratori, la composizione di vari comitati all'interno del consiglio di amministrazione, l'obbligo di sottoporre alcune questioni al voto degli ..... e alcuni

---

<sup>80</sup> Model Business Corporation Act (updated through September 2021), [www.americanbar.org](http://www.americanbar.org)

<sup>81</sup> *Delaware General Corporation Law*, [delcode.delaware.gov](http://delcode.delaware.gov)

<sup>82</sup> Il Delaware infatti è la sede legale di oltre un milione di imprese e molte grandi società. Questo piccolo Stato ha iniziato ad assumere una posizione dominante nella materia societaria fin dagli inizi del 1900, e ad oggi è il sistema legislativo per le società più studiato e cui si fa più riferimento. I motivi sono molteplici: primo fra tutti, il rispetto e l'autorevolezza che le corti del Delaware si sono guadagnate nel corso del tempo e in particolare la Corte di Giustizia che risale al 1792. Altro motivo è di carattere socio-economico: la maggior parte delle entrate del Delaware sono dovute alla circostanza che nel suo territorio hanno la sede legale le maggiori società quotate e quindi vi è una particolare attenzione sia per il rispetto della legge che per la disponibilità generale di un sistema che fornisca alle imprese un quadro normativo e fiscale efficiente e flessibile per lo svolgimento dei loro affari. L'autorevolezza guadagnata nel tempo fa dell'ordinamento societario, legale e fiscale dello Stato del Delaware un sistema stabile e difficilmente modificabile, in grado di creare sinergie non facilmente replicabili altrove e quindi di attrarre società.

<sup>83</sup> "Il New York Stock Exchange (NYSE) è il maggiore mercato azionario del mondo per capitalizzazione e per volume di scambi e il secondo (dopo il Nasdaq) per numero di società quotate. NASDAQ sta per "National Association of Securities Dealers Automated Quotation", cioè la prima borsa al mondo esclusivamente elettronica dove oggi sono quotate oltre tremila società, molte delle quali appartenenti al comparto tecnologico". Definizioni fornite da Borsa Italiana



requisiti relativi alla divulgazione di informazioni sul sito web della società<sup>84</sup>.

### 3. Panoramica istituzionale sulle più recenti politiche ESG americane

Negli Stati Uniti, l'attenzione crescente verso i criteri ESG ha finora condotto ad interazioni volontarie guidate dalle dinamiche di mercato, piuttosto che ad un'implementazione, a livello federale, di un assetto normativo al pari di quello europeo come descritto nel precedente capitolo.

Tuttavia, un cambio di direzione sembra essersi registrato dal 20 gennaio 2021, con l'insediamento della amministrazione Biden. *“Con la nuova amministrazione, le cose sono cambiate. Il cambiamento climatico è un costante argomento di discussione e l'amministrazione Biden sta mostrando segnali di un cambiamento di direzione. Anche con l'inesistenza di un quadro normativo dettagliato quanto quello delineato dal Regolamento Tassonomia dell'Unione europea, è stato evidenziato il riconoscimento dell'approccio ESG nelle consultazioni della SEC e il desiderio di imporre certi comportamenti”*<sup>85</sup>, così afferma Julien Bourgeois, partner dello studio legale multinazionale Dechert LLP, durante il *workshop* sulle questioni legali nel contesto del Forum EFAMA<sup>86</sup> sulla gestione degli investimenti.

Già sul finire del gennaio 2021, il neo Presidente degli Stati Uniti d'America ha emesso un ordine esecutivo<sup>87</sup> il cui preambolo recita *“Gli Stati Uniti e il mondo intero si trovano ad affrontare una profonda crisi climatica. Abbiamo un lasso di tempo*

---

<sup>84</sup> Sebastian Niles, *Corporate Governance Law in the USA 2022-2023*, 6 settembre 2022, ILCG [iclg.com/practice-areas/corporate-governance-laws-and-regulations/usa](https://www.iclg.com/practice-areas/corporate-governance-laws-and-regulations/usa)

<sup>85</sup> Miguel Rêgo, CFA, Fundspeople, 24 novembre 2021, [fundspeople.com](https://www.fundspeople.com)

<sup>86</sup> L'EFAMA, European Fund and Asset Management Association, è l'associazione di categoria rappresentativa dell'industria europea della gestione degli investimenti, che ammonta a 31 miliardi di euro. Fonte primaria di dati sul settore, rendono disponibili regolarmente pubblicazioni, tra cui il rinomato EFAMA Fact Book.

La conferenza annuale, l'Investment Management Forum, è considerata come il principale incontro europeo per i dirigenti del settore e i responsabili politici per discutere le principali questioni politiche emergenti.

[www.efama.org](https://www.efama.org)

<sup>87</sup> *Executive Order on Tackling the Climate Crisis at Home and Abroad*, 27 gennaio 2021, [www.whitehouse.gov](https://www.whitehouse.gov)

*molto limitato per agire in patria e all'estero al fine di evitare gli impatti più catastrofici di questa crisi e di cogliere l'opportunità che la lotta al cambiamento climatico presenta. L'azione interna deve andare di pari passo con la leadership internazionale degli Stati Uniti, volta a rafforzare in modo significativo l'azione globale. Insieme, dobbiamo ascoltare la scienza e affrontare il momento”.*

Il mese successivo la SEC ha annunciato la predisposizione di una *Climate and ESG Task Force*<sup>88</sup> per identificare le condotte scorrette legate ai fattori ESG. In particolare, l'obiettivo principale è quello di individuare eventuali lacune o inesattezze nella divulgazione dei rischi climatici da parte degli emittenti. La *task force* si impegnerà ad analizzare anche le valutazioni e le rendicontazioni relative alle strategie ESG di consulenti finanziari e fondi di investimento, integrando le altre iniziative delle agenzie federali coinvolte nella vigilanza dei mercati di capitali, tra cui la revisione dell'informativa obbligatoria sul clima e sugli altri fattori ESG da rendere nei bilanci delle società quotate.

Il *Financial Stability Oversight Council* (FSOC), organo di vertice del settore finanziario americano, composto dai più alti dirigenti delle agenzie federali come la stessa SEC, il Tesoro e la *Federal Reserve*, ossia la banca centrale degli Stati Uniti d'America, e istituito dal *Dodd-Frank Act*, un complesso intervento dell'amministrazione del Presidente Barack Obama per promuovere una più stretta e completa regolazione della finanza statunitense incentivando al tempo stesso una tutela dei consumatori e del sistema economico statunitensi, ha pubblicato il suo rapporto<sup>89</sup> annuale sul rischio finanziario correlato al clima.

L'FSOC identifica per la prima volta il cambiamento climatico come una minaccia emergente per la stabilità finanziaria degli Stati Uniti. Descrive inoltre come le conseguenze economiche e finanziarie del cambiamento climatico possano essere fonte di *stress* per il sistema finanziario e minacciare la stabilità economica.

Il rapporto individua più aree chiave che i membri dell'FSOC devono monitorare per affrontare i rischi finanziari legati al clima: investire ulteriormente per costruire capacità e competenze tali da trarre vantaggio dal potenziamento degli sforzi di ricerca

---

<sup>88</sup> Comunicato stampa, *SEC Announces Enforcement Task Force Focused on Climate and ESG Issues*, Washington D.C., 4 Marzo 2021, [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

<sup>89</sup> Report on Climate-Related Financial Risk 2021, [home.treasury.gov](http://home.treasury.gov)

per aiutare a coordinare e promuovere la condivisione delle conoscenze; colmare le lacune metodologiche e di raccolta dei dati relative al clima cercando di coordinarsi con altre agenzie governative ed integrandosi nei loro quadri di gestione del rischio, di vigilanza e di regolamentazione; migliorare la rendicontazione sulla sostenibilità per fornire le informazioni necessarie alle autorità di regolamentazione e agli operatori di mercato, in modo che possano prendere decisioni ponderate in maniera consapevole; valutare e mitigare i rischi legati alla sostenibilità per comprendere e stabilire le priorità dei prossimi passi, costituendo, a tal proposito, un *Climate-related Financial Risk Committee* (CFRC); rafforzare la cooperazione nei *forum* internazionali per affrontare le sfide collettive; affrontare le esigenze delle popolazioni vulnerabili. Su tale ultimo aspetto, il rapporto sottolinea che gli effetti negativi del cambiamento climatico possono avere un impatto sproporzionato sui segmenti di popolazione finanziariamente più vulnerabili, comprese le comunità a basso reddito, le comunità afro-americane e le altre comunità più svantaggiate. A tale ultimo proposito, viene evidenziato lo sforzo intrapreso insieme ad altre agenzie federali come il *Federal Insurance Office*<sup>90</sup> e il *Financial Literacy and Education Commission*<sup>91</sup> per cercare di colmare simili disuguaglianze. .

Il 22 novembre 2022, il *Department of Labor* (DOL), il dicastero del governo statunitense che si occupa delle politiche del lavoro e che regola i piani di previdenza per i dipendenti del settore privato, ha pubblicato la *Final ESG Rule*<sup>92</sup>, che regola la considerazione dei fattori ambientali, sociali e di governabilità da parte dei *fondi pensione*<sup>93</sup> soggetti all'*Employee Retirement Income Security Act* del 1974 (ERISA)<sup>94</sup>, una legge federale che stabilisce *standard* minimi per la maggior parte dei

---

<sup>90</sup> Il *Federal Insurance Office* è stato istituito dal *Dodd-Frank Act* e ha l'autorità di monitorare tutti gli aspetti del settore assicurativo e di controllare in che misura le comunità e i consumatori tradizionalmente meno abbienti abbiano accesso a prodotti assicurativi non sanitari.

<sup>91</sup> La *Financial Literacy and Education Commission* è stata istituita con il *Fair and Accurate Credit Transactions Act* del 2003. La Commissione è stata incaricata di sviluppare un sito web nazionale di educazione finanziaria, il "MyMoney.gov" e una strategia nazionale sull'educazione finanziaria.

<sup>92</sup> Final ESG Rule, [www.dol.gov](http://www.dol.gov)

<sup>93</sup> Il *trustee* è una persona o una società che detiene e amministra un patrimonio o beni a beneficio di una parte terza. Un *trustee* può essere nominato per vari scopi, come ad esempio per alcuni tipi di piani pensionistici o comunque per gestire beni per conto di qualcun altro.

<sup>94</sup> Employee Retirement Income Security Act del 1974 e successive modifiche (ERISA), [www.dol.gov](http://www.dol.gov)

piani pensionistici e sanitari istituiti volontariamente nell'industria privata, al fine di tutelare i lavoratori che vi aderiscono.

La *Final ESG Rule* modifica due precedenti regolamenti<sup>95</sup> emessi nel 2020, durante la precedente amministrazione Trump, che richiedevano ai *trustee* dei piani previdenziali di considerare solo fattori “pecuniari” nelle decisioni di investimento. La *Final ESG Rule* adotta in realtà un approccio intermedio, restituendo ai *trustee* la discrezionalità necessaria ad intraprendere la migliore scelta per il cliente. È importante notare che la norma non altera il principio fondamentale dell'ERISA, secondo cui le decisioni degli amministratori dei piani previdenziali devono basarsi su fattori rilevanti per il rischio e il rendimento probabile di un investimento e concede ai medesimi la possibilità di considerare solo gli effetti economici dei fattori ESG sul rischio e sul rendimento di un particolare investimento.

La *Final ESG Rule*, in sintesi, si prefigge di: eliminare i precedenti impedimenti normativi circa la considerazione dei fattori ESG nell'ambito dell'analisi del rischio-rendimento tramite l'eliminazione della distinzione tra fattori “pecuniari” e “non pecuniari” e, al contrario, stabilendo che un *trustee* può considerare qualsiasi fattore, compresi il cambiamento climatico e gli altri fattori ESG. In ogni caso, gli amministratori dei piani ERISA devono concentrarsi sui fattori di rischio-rendimento rilevanti e non subordinare gli interessi dei partecipanti e dei beneficiari a obiettivi non correlati all'erogazione dei benefici previsti dal piano. I fattori ESG dovrebbero essere utilizzati per valutare il rischio e la redditività di un potenziale investimento e non soltanto il grado d'interesse verso una determinata azienda meritevole dell'investimento in base alla natura della sua attività.

Si tratta di un altro impegno della DOL per interpretare il modo in cui i *trustee* dei piani pensionistici possono considerare i fattori ESG nell'ambito del processo decisionale di investimento regolamentati dall'ERISA. Il provvedimento arriva quasi un anno dopo la pubblicazione della proposta di regolamento ESG<sup>96</sup> da parte della DOL. Quest'ultima ha generato più di 2.000 commenti durante il periodo di

---

<sup>95</sup> *Financial Factors in Selecting Plan Investments*, 85 Fed. Reg. 72846 (Nov. 13, 2020) e *Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting Shareholder Rights*, 85 Fed. Reg. 81658 (Dec. 16, 2020), [www.govinfo.gov](http://www.govinfo.gov) ; [www.federalregister.gov](http://www.federalregister.gov)

<sup>96</sup> Proposed ESG Rule, 14 ottobre 2021, [www.govinfo.gov](http://www.govinfo.gov)

consultazione, a testimonianza di come simili tematiche siano in grado di generare un crescente interesse<sup>97</sup>.

Ciononostante, la *Final ESG Rule* giunge in un momento in cui i piani pensionistici e il settore degli investimenti in generale si trovano a convivere sia con l'aumento dell'interesse per gli investimenti ESG sia con le minacce concorrenti di un movimento emergente anti-ESG.

Il Texas è stato il primo Stato ad approvare nel 2021 una legge anti-ESG<sup>98</sup> in forza del principio dell'anti-boicottaggio. La norma impedisce alle autorità locali di siglare accordi con le istituzioni finanziarie che abbiano adottato politiche ESG, disinvestendo dalle società energetiche texane basate sui combustibili fossili.

Il 24 agosto 2022, il *Comptroller* del Texas, ossia il controllore dei conti pubblici, Glenn Hegar, ha pubblicato un elenco di centinaia di istituti finanziari e fondi di investimento e ha ordinato ai fondi di previdenza statali di disinvestire da tutte le società presenti in tale elenco.

L'azione intrapresa dal *Comptroller* sembrerebbe sostenuta dagli Stati produttori di petrolio in opposizione all'adozione da parte delle aziende anche dei fattori ESG nella valutazione del valore delle imprese.

Nonostante BlackRock abbia sottolineato che non boicotta i combustibili fossili e, anzi, investe centinaia di miliardi di dollari in società energetiche texane per conto dei suoi clienti<sup>99</sup>, il 15 dicembre 2022, Blackrock insieme a State Street, quindi due dei tre maggiori gestori patrimoniali al mondo, sono comparsi davanti a una Commissione del Senato dello Stato del Texas per un'audizione avente ad oggetto l'influenza degli investimenti ESG sulle pensioni statali.

Gli investimenti ESG cercano di quantificare il rapporto tra gli impatti sociali e ambientali e il modello di *business* di un'azienda. I fondi ESG escludono i titoli considerati dannosi dal punto di vista ambientale o sociale, che possono variare dalle società che utilizzano combustibili fossili a quelle che non applicano le quote di

---

<sup>97</sup>O'Melveny, *DOL Issues Final ESG Rule, Allowing Latitude for Fiduciaries to Consider Environmental, Social, and Governance (ESG) Factors*, 12 Dicembre 2022, [www.omm.com](http://www.omm.com)

<sup>98</sup> La legge anti-ESG del Texas (*Senate Bill No.13*) è entrata in vigore l'1 settembre 2021 [capitol.texas.gov](http://capitol.texas.gov)

<sup>99</sup> Felix Mormann, *Texas's war against ESG investing is ingenious but futile*, 19 settembre 2022, The Washington Post, [www.washingtonpost.com](http://www.washingtonpost.com)

diversità di genere nei consigli d'amministrazione<sup>100</sup>.

All'audizione della Commissione texana mancava il secondo gestore patrimoniale al mondo, Vanguard che non era più tenuto a partecipare grazie alla sua recente uscita dall'iniziativa *Net Zero Asset Managers* (NZAM)<sup>101</sup>, che rientra nella più ampia *Glasgow Financial Alliance for Net Zero* (GFANZ)<sup>102</sup> e nell'ambito della quale Vanguard si era impegnata a raggiungere nel suo portafoglio di investimenti le zero emissioni nette entro il 2050. La decisione di Vanguard ha una ragione precisa "mantenere la nostra indipendenza in materie che hanno importanza per i nostri investitori", come dichiarato in una nota<sup>103</sup> del 7 dicembre 2022. Secondo il *Financial Times*, non sarebbero da escludere ragioni politiche: a novembre dello stesso anno infatti, un gruppo di procuratori generali repubblicani aveva chiesto alla *Federal Energy Regulatory Commission*<sup>104</sup> di non rinnovare a Vanguard la licenza per acquistare strumenti finanziari correlati alle materie prime americane, citando l'appartenenza di Vanguard al GFANZ come prova del fatto che il gruppo stesse cercando di influenzare le politiche aziendali, in opposizione con la propria natura di investitore passivo<sup>105</sup>.

Queste scelte, in contrapposizione con le più recenti politiche ESG, possono essere

---

<sup>100</sup> Lauren Foster, *BlackRock, State Street grilled by Texas as ESG row escalates*, Financial News, 16 dicembre 2022,

[www.fnlondon.com](http://www.fnlondon.com)

<sup>101</sup> L'iniziativa Net Zero Asset Managers (NZAM) si sostanzia in un gruppo internazionale di gestori patrimoniali impegnati a sostenere l'obiettivo di azzerare le emissioni di gas serra entro il 2050 o prima, in linea con gli sforzi globali per limitare il riscaldamento a 1,5 gradi Celsius; e a sostenere gli investimenti allineati con le emissioni nette zero entro il 2050 o prima, [www.netzeroassetmanagers.org/](http://www.netzeroassetmanagers.org/)

<sup>102</sup> La Glasgow Financial Alliance for Net Zero (GFANZ) è una coalizione globale di importanti istituzioni finanziarie impegnate ad accelerare il raggiungimento dell'obiettivo dell'Accordo di Parigi di limitare l'aumento della temperatura globale a 1,5°C rispetto ai livelli preindustriali la decarbonizzazione dell'economia, [www.gfanzero.com/](http://www.gfanzero.com/)

<sup>103</sup> Comunicato stampa, Vanguard, 7 dicembre 2022, [vanguard-sos.com](http://vanguard-sos.com)

<sup>104</sup> La *Federal Energy Regulatory Commission* ai sensi della Section 43 dell'*Electric Power Industry Reform Act*, ha il compito di promuovere la concorrenza, incoraggiare lo sviluppo del mercato, garantire la libertà di scelta dei consumatori e sanzionare l'abuso di potere di mercato nell'industria del gas naturale, dell'energia idroelettrica, dell'elettricità e del petrolio. [www.ferc.gov/](http://www.ferc.gov/)

<sup>105</sup> Brooke Masters e Patrick Temple-West, *Vanguard quits climate alliance in blow to net zero project*, 7 dicembre 2022, Financial Times, [www.ft.com](http://www.ft.com)

considerate come iniziative anti-boicottaggio dell'energia fossile o delle armi da fuoco, oppure che mirano a disincentivare gli investimenti ESG o la credibilità dei rating di ESG<sup>106</sup> e di fatto mostrano un ulteriore punto di divergenza fra la prospettiva europea e quella americana, sebbene possa sembrare ancora prematuro esprimere giudizi in merito. Nonostante la DOL abbia avuto una lunga serie di dibattiti sulla misura in cui i *trustee* possono prendere in considerazione i fattori ESG, è stata coerente nel ribadire come i *trustee* debbano prendere decisioni di investimento in conformità con i doveri di *loyalty* e *prudence* previsti dall'ERISA. Sia la *Proposed ESG Rule* che la *Final ESG Rule* hanno enfatizzato questo principio, concentrandosi sul modo in cui la considerazione dei fattori ESG possa essere coerente con i predetti valori e, nello specifico, sull'impatto economico che alcuni fattori ESG possono avere sul profilo di rischio-rendimento di un investimento.

#### 4. Il quadro normativo statunitense sulle informative ESG

Negli ultimi anni, le società quotate statunitensi hanno dovuto affrontare una crescente pressione da parte degli investitori e di altri portatori di interesse per divulgare i propri rischi, pratiche e impatti ESG. Nondimeno, con un numero sempre maggiore di società quotate statunitensi che pubblicano rapporti di sostenibilità<sup>107</sup> e altre informazioni assimilabili, alcuni investitori hanno espresso il timore che la mancanza di un quadro normativo standardizzato per tali informazioni possa rendere difficile valutare e confrontare in modo significativo le pratiche e i rischi ESG delle società, riducendo il valore di tali informazioni.

Il *G&A Institute*, dal 2011 azienda americana *leader* mondiale nell'analizzare le attività di rendicontazione di sostenibilità delle società, nella sua ultima ricerca<sup>108</sup>, pubblicata il 16 novembre 2022, mostra che la rendicontazione aziendale sulla sostenibilità continua a essere costante e affidabile per le società più grandi e influenti

---

<sup>106</sup> Polly Bindman, *How climate denial became the anti-ESG movement*, Sustainable finance, 20 dicembre 2022

<sup>107</sup> G&A Institute, *FLASH REPORT: 86% of S&P 500 Index® Companies Publish Sustainability / Responsibility Reports in 2018*, [www.ga-institute.com](http://www.ga-institute.com)

<sup>108</sup> G&A Institute, *2022 Sustainability reporting focus*, 2022, [www.ga-institute.com](http://www.ga-institute.com)



dei mercati dei capitali statunitensi.

La “rendicontazione sulla sostenibilità” è aumentata drasticamente dal 2011, quando circa il 20% delle aziende pubblicava relazioni, al 72% nel 2013. Dal 2013 al 2017, la frequenza della rendicontazione è aumentata di anno in anno, raggiungendo l’85% nel 2017 e arrivando all’86% delle società che hanno presentato relazioni nel 2018, fino ad arrivare oggi al 96% delle società comprese nell’S&P 500® e all’81% delle società del Russell 1000®, gli indici di mercato che seguono l’andamento di un paniere azionario formato, rispettivamente, dalle 500 e 1000 aziende statunitensi a maggiore capitalizzazione.

Questo miglioramento e ampliamento della divulgazione aziendale e della rendicontazione strutturata da parte delle società a maggiore capitalizzazione di mercato sottolinea l’importanza e il valore di considerare le questioni ESG aziendali quando si pianificano le strategie di crescita, si allocano i capitali, si gestiscono le risorse e si comunicano i risultati agli stakeholder come clienti, dipendenti e azionisti<sup>109</sup>.

Il più recente sviluppo in merito alle informative ESG da parte delle società consta di una proposta della SEC. Dovranno essere comunicate tutte le “informazioni sui rischi legati al clima che è ragionevolmente probabile abbiano un impatto rilevante sulla loro attività”, oltre a un rapporto sulle emissioni, dirette e indirette, di gas a effetto serra (GHG)<sup>110</sup>. Gli obblighi di rendicontazione entreranno in vigore gradualmente, si terrà conto delle dimensioni e al fatturato complessivo dell’azienda, con l’impegno di rispettare gli standard di conformità entro il 2025.

In ogni caso, le informative da rendere pubbliche negli Stati Uniti si concentrano principalmente sulle informazioni finanziarie e le società quotate sono sottoposte ad obblighi più stringenti, poiché destinate al pubblico degli investitori.

Già nel gennaio 2020, la SEC ha dichiarato che nelle *Management’s Discussion and Analysis* (MD&A), cioè in una sezione del bilancio annuale o della relazione trimestrale di una società in cui gli amministratori analizzano le prestazioni e che può anche includere una relazione sui rischi e sui piani futuri, come nuovi obiettivi e

---

<sup>109</sup>G&A Institute, *New G&A Institute Research Shows Sustainability Reporting by Largest U.S. Public Companies Reached All-Time Highs in 2021*, 16 novembre 2022, [www.ga-institute.com](http://www.ga-institute.com)

<sup>110</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, “*Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures*” *Fact Sheet*, [www.sec.gov](http://www.sec.gov)



progetti, le società devono identificare e affrontare “*le variabili chiave e gli altri fattori qualitativi e quantitativi che sono peculiari e necessari per la comprensione e la valutazione dell’azienda e, di conseguenza, rilevanti per gli investitori*”<sup>111</sup>. Tuttavia, le nuove norme MD&A non prevedono rendicontazioni ESG o relative al clima. Il presidente e il commissario della SEC dell’epoca<sup>112</sup>, rispettivamente Jay Clayton e Hester Peirce, hanno rilasciato dichiarazioni in cui riaffermano l’immutato approccio basato su principi fondamentali che l’agenzia aveva già dichiarato nelle linee guida del 2010<sup>113</sup> e hanno evidenziato le difficoltà nel predisporre un regime standardizzato di informativa ESG, per il complesso panorama che circonda la rendicontazione sulla sostenibilità e la natura dell’informativa stessa.

Anche se non si rivolge specificatamente ai fattori ESG, né impone alcun nuovo criterio, la guida fa riferimento a diverse metriche, cioè i singoli aspetti che nel dettaglio descrivono ciascuno dei tre fattori ambientali, sociali e di *governance* e che contribuiscono ad esprimere la valutazione finale come il consumo energetico e il *turnover* dei dipendenti, indicatori chiave di *performance* (KPI)<sup>114</sup> che possono essere inclusi nelle informazioni MD&A. Le linee guida specificano inoltre, con una chiara definizione, la metrica in oggetto e le relative modalità di calcolo, insieme ad una dichiarazione che spieghi il motivo dell’inclusione e un’altra in merito a come il *management* utilizza la metrica nella gestione o nel monitoraggio della prestazione aziendale.

In ogni caso, esistono diversi modelli di riferimento o *framework*, adottabili sempre su base volontaria, che forniscono indicazioni sulla divulgazione delle informative ESG:

---

<sup>111</sup> “Disclosure of key performance indicators and metrics in Management's Discussion & Analysis” (MD&A), gennaio 2020

<sup>112</sup> A capo della SEC vi è attualmente Gary Gensler, nominato nel gennaio 2021 da Joe Biden [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

<sup>113</sup> Comm’n Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change, Release No. FR-82, Release No. 33-9106, Release No. 34-61469, 2 febbraio 2010 [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

<sup>114</sup> I KPI sono un insieme di metriche utilizzate per determinare il progresso di una azienda nel conseguimento dei suoi obiettivi strategici e operativi, e anche per confrontare le sue prestazioni in relazione ad altre aziende all’interno del suo settore

- il *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)*<sup>115</sup> predispone moduli specifici su un'ampia gamma di fattori ESG, inerenti a questioni quali le emissioni di gas serra, la gestione dell'energia e dell'acqua, la sicurezza dei dati e la salute e la sicurezza dei dipendenti;
- la *Task Force on Climate Related Financial Disclosures (TCFD)*<sup>116</sup>, nata da un'iniziativa intrapresa dalle Nazioni Unite nel 2015 e che, a differenza del quadro SASB, fornisce indicazioni sia generali che specifiche solo su argomenti legati al clima, come i rischi degli effetti del cambiamento climatico e le opportunità ad esso legate, comprese quelle legate all'efficienza delle risorse e alle fonti energetiche alternative; e
- la *Global Reporting Initiative (GRI)*<sup>117</sup>, un'organizzazione internazionale senza scopo di lucro nata con il fine di definire gli *standard* di rendicontazione della performance sostenibile di aziende e organizzazioni di qualunque dimensione, appartenenti a qualsiasi settore e paese del mondo.

In generale, l'attuale regime volontario rimane frammentato, con quadri di divulgazione che variano per portata, profondità e approccio alla materia. Ciononostante, il crescente interesse degli investitori e degli stessi azionisti per le tematiche ESG ha spinto un numero crescente di aziende a divulgare spontaneamente le rendicontazioni ESG<sup>118</sup>, come dimostrato dalla relazione del *G&A Institute* menzionata in precedenza.

Poiché gli investitori continuano a richiedere dati comparabili e utili per ponderare consapevolmente le loro decisioni, diversi quadri di riferimento hanno annunciato

---

<sup>115</sup>Il SASB è stato fondato come organizzazione no-profit nel 2011 per aiutare le aziende e gli investitori a sviluppare un linguaggio comune sugli impatti finanziari della sostenibilità. Nel novembre 2020 l'International Integrated Reporting Council (IIRC) e il Sustainability Accounting Standards Board (SASB) hanno annunciato l'intenzione di fondersi nella Value Reporting Foundation, costituita ufficialmente nel giugno 2021 e consolidata ufficialmente nella Fondazione IFRS il 1° agosto 2022, [www.sasb.org](http://www.sasb.org)

<sup>116</sup> TCFD – Task Force on Climate-related Financial Disclosures, [www.fsb-tcdf.org](http://www.fsb-tcdf.org)

<sup>117</sup> GRI - Global Reporting Initiative, [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)

<sup>118</sup> Catherine M. Clarkin, Melissa Sawyer, and Joshua L. Levin, Sullivan & Cromwell LLP, *The Rise of Standardized ESG Disclosure Frameworks in the United States*, 22 giugno 2020, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, [corpgov.law.harvard.edu](http://corpgov.law.harvard.edu)

piani di collaborazione per la standardizzazione dei dati. Si è registrato uno sforzo significativo da parte del *World Economic Forum* (WEF), “*un’organizzazione internazionale per la cooperazione pubblico-privata, a cui prendono parte i principali leader politici, imprenditoriali, culturali e di altri settori della società per definire le agende globali, regionali e industriali*”<sup>119</sup>, per riunire emittenti e investitori attorno a un unico quadro di divulgazione ESG standardizzato, comparabile e utile per le correlate decisioni da intraprendere. Sebbene tale intento sia ancora allo stato embrionale, non sono mancate critiche in riferimento a pratiche di comunicazione scorrette come il “*greenwashing*”, ossia il processo di trasmissione di una falsa rappresentazione o di informazioni fuorvianti su come i prodotti o i servizi di un’azienda siano sostenibili. Tale pratica consiste nel fare affermazioni prive di fondamento per ingannare terzi, come consumatori e investitori, e far loro credere che, per esempio, un’azienda sia rispettosa dell’ambiente o abbia un impatto ambientale positivo maggiore di quello che ha in realtà oppure può verificarsi quando un’azienda cerca di enfatizzare gli aspetti sostenibili relegando in secondo piano il coinvolgimento in pratiche realmente dannose per l’ambiente. Il *greenwashing* può accrescere artificialmente il valore delle azioni societarie, vista la corrente tendenza da parte degli investitori ad orientare la propria capacità di spesa verso le aziende con le migliori referenze in materia di sostenibilità.

Come accennato, la SEC ha rilevato che i fondi e i consulenti finanziari offrono sempre più spesso strategie d’investimento incentrate sui fattori ESG. In risposta, ha dichiarato che avrebbe determinato se i processi e le pratiche delle società corrispondono alle loro dichiarazioni, esaminato la pubblicità dei fondi per verificare la presenza di dichiarazioni false o fuorvianti ed esaminato le politiche e le procedure di voto per delega e le votazioni per valutare se sono in linea con le strategie a cui si ricollegano le *Task Force* costituite con l’obiettivo, tra gli altri, di identificare in modo proattivo i comportamenti scorretti legati all’ESG<sup>120</sup>.

Per completezza, si menziona che sempre la SEC, all’inizio del 2021, insieme

---

<sup>119</sup> World Economic Forum, *Our Mission*, [www.weforum.org](http://www.weforum.org)

<sup>120</sup> Carmen Lu, David Silk, *Environmental, Social & Governance Law USA 2022-2023*, 13 dicembre 2021, ICLG - International Comparative Legal Guides, [iclg.com/practice-areas/environmental-social-and-governance-law/usa](https://www.iclg.com/practice-areas/environmental-social-and-governance-law/usa)

all’emanazione di linee guida<sup>121</sup> sulle modalità di rendicontazione delle informative ESG, ha approvato una modifica alle norme del NASDAQ<sup>122</sup>, chiedendo alle società ivi quotate ad esempio di spiegare perché non si ha parità di genere nei consigli d’amministrazione o, sempre su base volontaria, la divulgazione delle politiche intraprese in merito di protezione dei diritti LGBTQ+<sup>123 124</sup>.

## 5. Azioni di *enforcement* relative a questioni ESG

Come illustrato in precedenza, l’amministrazione Biden sembra aver dato una svolta notevole nell’implementazione dei fattori ESG negli Stati Uniti e sia la SEC, quale l’autorità preposta alla vigilanza dei mercati finanziari che la DOL, in qualità di regolatore federale dei piani di previdenza per i dipendenti del settore privato, hanno cercato di regolamentare anche dinamiche finanziarie legate ai fattori ESG. In realtà, la normativa sulla protezione dei consumatori e sulle pratiche commerciali scorrette è stata utilizzata per contestare anche questioni ambientali o di sostenibilità. Tuttavia, le azioni legali fondate su omissioni non hanno avuto finora un successo evidente. Un cambio di scenario potrebbe essere plausibile qualora le informazioni ESG dovessero diventare obbligatorie.

Diverso il discorso per la potenziale responsabilità che può sorgere in capo alle *public companies* che comunicano e condividono rendicontazioni ESG ai sensi del *Securities Exchange Act*.

Anche se il contenzioso è stato finora limitato e le richieste di risarcimento correlate ai titoli mobiliari possono rivelarsi difficili da dimostrare nel contesto ESG, i giudici non hanno sempre archiviato le azioni nei confronti delle società quotate. Questa giurisprudenza rivela una linea sempre più sottile tra rendicontazioni ESG astratte e

---

<sup>121</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, *Statement on the Review of Climate-Related Disclosure*, febbraio 2021, [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

<sup>122</sup> “Statement on Nasdaq’s Diversity Proposals – A Positive First Step for Investors”, U.S. Securities and Exchange Commission, agosto 2021, [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

<sup>123</sup> LGBTQ+ è un acronimo utilizzato per far riferimento alle persone che in generale non si sentono pienamente rappresentate sotto l’etichetta di donna o uomo eterosessuale

<sup>124</sup> Dan Carrol, *ESG Policy Developments in the United States*, Ascentys-ESG, marzo 2022, [www.ascentys-esg.com/](http://www.ascentys-esg.com/)

non perseguibili in base alla legge federale sui valori mobiliari, e le false dichiarazioni, che, al contrario, possono essere il fondamento di una richiesta di risarcimento.

Ciò solleva preoccupazioni in merito alle informative ESG. L'art. 10-b del *Securities Exchange Act*, circa i requisiti stabiliti per un prospetto informativo e le relative sanzioni, e la *Rule 10b-5* della SEC, secondo la quale è illegale per chiunque frodare o ingannare qualcuno, anche attraverso la falsa rappresentazione di informazioni rilevanti, in relazione alla vendita o all'acquisto di un titolo mobiliare, costituiscono le basi giuridiche comuni per perseguire una richiesta di risarcimento per frode finanziaria.

La maggior parte delle richieste di risarcimento federali relative al *reporting* ESG sono sorte con il verificarsi di episodi o incidenti significativi seguiti da un successivo calo del prezzo delle azioni dell'azienda coinvolta. Ad esempio, nel 2014 un gruppo di investitori ha intentato una causa contro Yum! Brands, società quotata americana *leader* nel settore della ristorazione, per il calo del prezzo delle azioni dopo che alcune forniture di cibo, pollo nel caso in esame, erano risultate positive a residui di antibiotici e farmaci. Gli investitori hanno sostenuto che Yum! Brands avesse violato la *Rule 10b-5* rilasciando dichiarazioni fuorvianti, anche nel codice di condotta della società e durante una conferenza con gli investitori, in merito all'impegno dell'azienda per la qualità e la sicurezza degli alimenti e per i rigorosi *standard* e protocolli di sicurezza alimentare. Sia il tribunale di primo grado che la Corte d'Appello hanno rigettato l'accusa affermando che gli attori non avevano dimostrato l'esistenza di una falsa dichiarazione rilevante e che le dichiarazioni rese dalla società erano “*too squish, too untethered to the material misrepresentation*”, ossia troppo inconsistenti e nell'insieme non tali da comunicare qualcosa che una persona ragionevole riterrebbe importante per una decisione di investimento nelle azioni di Yum! Brands<sup>125</sup>.

Successivamente, il 28 aprile 2022, la SEC ha accusato Vale S.A., una società mineraria brasiliana quotata nel NYSE, di aver reso false dichiarazioni nelle sue rendicontazioni ESG prima del crollo della diga di Brumadinho nel gennaio 2019, che ha causato la morte di 270 persone e danni ambientali senza precedenti nella storia del Brasile.

Secondo la SEC, Vale ha fornito una falsa rappresentazione dei fatti dichiarando che

---

<sup>125</sup> Yum! Brands, Inc. SEC Litig., 73 F. Supp. 3d at 857 e Yum! Brands, Inc. SEC Litig., 73 F. Supp. 3d at 857 e Bondali v. Yum! Brands Inc., 620 Fed. App'x 483, 490 (6th Cir. 2015).

la sua diga aderiva alle “pratiche internazionali più rigorose”. Vale avrebbe violato l’art. 10-b del *Securities and Exchange Act* e la correlata *Rule 10b-5*<sup>126</sup>.

Il 10 giugno 2022, inoltre, il Wall Street Journal ha riportato l’avvio di un’indagine della SEC su Goldman Sachs Group Inc., celebre banca d’investimenti quotata al NYSE dal 1896, per la gestione di fondi di investimento ESG<sup>127</sup>. La banca ha poi accettato di pagare una sanzione da 4 milioni di dollari, poiché i suoi prodotti di investimento ESG non erano valutati correttamente<sup>128</sup>.

In sintesi, mentre le controversie in materia di titoli mobiliari relative alle rendicontazioni ESG sono state finora limitate e difficili da dimostrare, i tribunali sembrerebbero disposti a prendere in considerazione queste sfide legali relative a dichiarazioni pubbliche contenute nei bilanci di sostenibilità o in altri documenti di rendicontazione affini, nella misura in cui si possa dimostrare che sono sufficientemente specifiche e rilevanti<sup>129</sup>.

## 6. Introduzione al mercato americano degli ESG Bond

Un *rating* ESG è un punteggio che valuta l’impegno di un’azienda verso le questioni ambientali, sociali e di *governance*. Tali risultati, sviluppati internamente o affidati a terzi, sono utilizzati anche dagli emittenti per misurare qualitativamente e quantitativamente l’andamento dell’emissione di titoli e dei risultati conseguiti.

Infatti, questi *rating* possono svolgere un ruolo nel finanziamento legato alla sostenibilità, in cui le condizioni del prestito sono legate alla *performance* ESG dell’emittente. Sebbene negli Stati Uniti i prestiti obbligazionari legati alla

---

<sup>126</sup> Vale S.A. Sec. Litig., No. 1:15-cv-9539-GHW, 2017 U.S. Dist. LEXIS 42513 (S.D.N.Y. Mar. 23, 2017) e Vale S.A. Sec. Litig., No. 19-CV-526, 2020 U.S. Dist. LEXIS 91150 (E.D.N.Y. May 20, 2020)

<sup>127</sup> Dave Michaels, *SEC Is Investigating Goldman Sachs Over ESG Funds*, Wall Street Journal, 10 giugno 2022, [www.wsj.com](http://www.wsj.com)

<sup>128</sup> Vitaliano D’Angerio, *La Sec bacchetta Goldman Sachs: troppe leggerezze sull’Esg*, Il Sole 24 Ore, 24 novembre 2022, [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

<sup>129</sup> David Hackett, Reagan Demas, Douglas Sanders, Jessica Wicha e Aleesha Fowler, *GROWING ESG RISKS: THE RISE OF LITIGATION*, Environmental Law Institute, Washington DC, 2022, [insightplus.bakermckenzie.com](http://insightplus.bakermckenzie.com)

sostenibilità rimangono attualmente un esiguo segmento del mercato del debito, il volume è comunque in rapida espansione.

Con l'aumento del ricorso ai *rating* ESG, si sono stabiliti collegamenti con le valutazioni del credito, da sempre fondamentali nel mercato obbligazionario poiché in grado di esprimere una valutazione sull'affidabilità di un emittente e sulla sua capacità di ripagare il debito generato.

Diverse delle principali agenzie di rating del credito sono entrate di recente nel settore dei *rating* ESG: nel 2019, Moody's Corporation, la storica società con sede a New York nonché una delle maggiori agenzie di valutazione al mondo, ha acquisito la maggioranza di Vigeo Eiris, uno dei maggiori esponenti nella ricerca, nella raccolta dei dati e nelle valutazioni ESG<sup>130</sup>. Un altro dei principali fornitori di indici finanziari al mondo, S&P Dow Jones Indices, ha acquisito, nell'ottobre 2016, una partecipazione di controllo in Trucost, *leader* nell'effettuare stime sui costi nascosti dell'uso non sostenibile delle risorse naturali da parte delle aziende, nella raccolta dei relativi dati e nell'analisi dei rischi associati<sup>131</sup> e ha creato l'indice S&P Dow Jones ESG, un ampio indice di borsa<sup>132</sup>, ponderato per capitalizzazione di mercato e concepito per misurare la performance dei titoli che soddisfano i criteri di sostenibilità<sup>133</sup>. Anche Morningstar, altra società americana di *rating*, specializzata nel prestare servizi finanziari come ricerca e gestione degli investimenti, ha acquisito nel 2017 una prima partecipazione del 40% in Sustainalytics, un altro rinomato fornitore di *rating* ESG, per poi completarne l'acquisizione totalitaria nel 2020<sup>134</sup>.

Gli Stati Uniti non dispongono di un sistema normativo simile a quello dell'Unione europea, dove il Regolamento UE 2020/852 c.d. Regolamento sulla Tassonomia e il Regolamento UE 2019/2088 noto come *Sustainable Finance Disclosure Regulation* o

---

<sup>130</sup> ANSA, *Moody's acquisisce la partecipazione di maggioranza in Vigeo Eiris, leader globale delle valutazioni ESG*, 15 aprile 2019, [www.ansa.it](http://www.ansa.it)

<sup>131</sup> PR Newswire, *S&P Dow Jones Indices Acquires Trucost*, 3 ottobre 2016, [www.prnewswire.com](http://www.prnewswire.com)

<sup>132</sup> “Gli indici azionari o indici di borsa sintetizzano il valore di un paniere di azioni o altre attività sottostanti e le sue variazioni nel tempo. Il valore di un indice è dato dalla media ponderata dei prezzi dei titoli compresi nel portafoglio”, definizione fornita da Borsa Italiana, Glossario finanziario [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

<sup>133</sup> S&P 500 ESG Index, [www.spglobal.com](http://www.spglobal.com)

<sup>134</sup> Natalie Kenway, *Morningstar acquires ESG data firm Sustainalytics*, 21 aprile 2020, ESGClarity, [esgclarity.com](http://esgclarity.com)

“SFDR” delineano una cornice normativa in grado di definire giuridicamente il concetto di finanza sostenibile.

Mentre le autorità di regolamentazione degli Stati Uniti sono ancora nella fase dei lavori preparatori per la creazione di un simile sistema normativo, sono in atto sforzi del settore privato per promuovere la standardizzazione e la trasparenza delle emissioni di obbligazioni ESG, tra cui delle linee guida sugli *standard* di rendicontazione ESG per i prodotti di investimento pubblicata per la prima volta nel novembre 2021 e da ultimo aggiornata nel giugno del 2022 dal *CFA Institute*, un'organizzazione professionale globale, senza scopo di lucro, che offre ai professionisti del settore finanziario un costante aggiornamento. In sintesi, si prevede l'obbligo per l'emittente di prodotti finanziari ESG di predisporre un'informativa ESG per quello specifico prodotto che includa: il nome del prodotto d'investimento e del gestore degli investimenti; la descrizione sommaria degli approcci ESG utilizzati nel prodotto d'investimento; il periodo coperto dall'informativa ESG e una descrizione di eventuali modifiche apportate durante tale periodo; una descrizione di eventuali modifiche apportate al prospetto informativo ESG nell'ultimo anno per correggere un errore significativo e qualsiasi etichetta o certificazione rilasciata da agenzie di valutazione ESG<sup>135</sup>.

Sebbene negli Stati Uniti sia ancora in fase nascente, negli ultimi anni la crescita degli ESG Bond tra gli investitori e le aziende che desiderano abbracciare gli obiettivi di sostenibilità e rendere più efficiente il proprio business è stata alimentata dal crescente interesse di finanziare la transizione verso un'economia verde, più sostenibile. Simili strumenti finanziari offrono agli investitori e alle aziende la flessibilità di investire in un'ampia gamma di progetti, sfruttando al contempo i miglioramenti delle prestazioni ESG.

Tuttavia, nell'ultimo anno e per la prima volta nella storia, le operazioni di sottoscrizione di obbligazioni legate alla sostenibilità sono in diminuzione, in quello che si prevedeva fosse un altro anno di crescita per le vendite. “È ancora principalmente una tendenza del mercato complessivo”, ha dichiarato, in una delle ultime interviste del 2022, Anne van Riel, responsabile dei mercati dei capitali della finanza sostenibile per il continente americano presso BNP Paribas SA, giustificando

---

<sup>135</sup> CFA Institute, *Global ESG Disclosure Standards for Investment Products – Errata June 2022*, [www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org)



la situazione attuale con la seguente affermazione “*l’emissione totale è in calo e il mercato è stato molto volatile. Molti emittenti che hanno rafforzato i loro finanziamenti lo scorso anno, non hanno voluto presentarsi sul mercato con tassi che in alcuni casi sono raddoppiati*”.

Gli investimenti in ambito ambientale, sociale e di *governance* sono messi alla prova come mai prima d’ora, con intense critiche da parte di investitori, politici e autorità di regolamentazione. Nel mercato obbligazionario, le obbligazioni legate alla sostenibilità sono quelle che stanno affrontando i maggiori controlli e potrebbero subire un rallentamento della crescita anche a causa del timore che tali prodotti possano esporre gli emittenti a potenziali rischi legali data l’assenza, nel contesto americano, di una normativa di dettaglio<sup>136</sup>.

---

<sup>136</sup> David Caleb Mutua, *Global ESG Bond Issuance Headed for First Full-Year Decline Ever*, Bloomberg, 7 dicembre 2022, [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

## Capitolo III – ESG Bond

### 1. ESG Bond

Il 2022 si è concluso e sembra registrarsi un differente sviluppo nell’approccio normativo alla finanza sostenibile tra l’ordinamento europeo, in particolar modo quello italiano, e l’ordinamento statunitense.

Per quanto riguarda il primo, con l’entrata in vigore della SFDR, l’1 gennaio 2023, disciplinante gli obblighi informativi che devono essere osservati dai partecipanti ai mercati finanziari e dai consulenti finanziari, la finanza sostenibile sembra destinata a rimanere un tema centrale nell’ambito dei mercati finanziari e più in generale con gli obiettivi delineati dall’Action Plan. Come anticipato, gli intermediari si apprestano a rilevare le preferenze degli investitori in materia di investimenti sostenibili, obbligo per gli intermediari europei, dall’agosto del 2022 con la modifica della Mifid II, facoltà per quelli americani come dimostrano le recenti politiche della SEC e della DOL.

Negli ultimi due anni e nonostante l’andamento altamente variabile, a livello globale, del mercato del debito, gli investimenti ESG hanno registrato una crescita costante e significativa.

Sebbene in occasione dell’emergenza sanitaria innescata dal Covid-19 e quindi dai primi mesi del 2020 abbiamo assistito ad un crollo dei mercati finanziari, gli indici di mercato ESG sono stati in grado di recuperare e superare, sul finire di maggio 2022, i livelli antecedenti alla pandemia<sup>137</sup>.

All’interno dell’Unione europea e soprattutto in Italia, il numero di società quotate assistite da un rating ESG è cresciuto tanto quanto il grado dei punteggi assegnati.

Nell’ordinamento italiano, società quotate come Eni S.p.A. e Poste Italiane S.p.A. hanno conseguito eccellenti valutazioni da parte delle più rinomate agenzie di *rating*. La prima, nata nel 1953 come ente pubblico con l’acronimo di “ente nazionale idrocarburi”, salvo poi essere trasformata in società per azioni tramite la cosiddetta “privatizzazione calda”<sup>138</sup>, è tutt’ora un’affermata multinazionale che si attiva nei

---

<sup>137</sup> Vedi Nota 136

<sup>138</sup> Con privatizzazione calda, o sostanziale, si intende l’effettiva dismissione delle quote azionarie pubbliche, ovvero la cessione del controllo dalla mano pubblica a quella privata.

settori del petrolio, del gas naturale, della chimica, della biochimica e della produzione e commercializzazione di energia elettrica da combustibili fossili e da fonti rinnovabili. Soprattutto l'attenzione verso queste ultime e il dichiarato obiettivo di raggiungere la neutralità carbonica entro il 2050<sup>139</sup>, in linea con il *Green Deal*<sup>140</sup> europeo, hanno consentito di conseguire eccellenti risultati in termini di valutazione ESG. Infatti, MSCI<sup>141</sup>, azienda specializzata nella fornitura di strumenti finanziari, indici di riferimento, nonché *rating* ESG, ha nuovamente assegnato ad Eni, nel novembre 2022, una "A" su una scala che varia da "AAA" a "CCC". Lo scorso dicembre, Sustainalytics ha confermato la classe di "medium risk", compreso nella fascia "20-30" su una scala di valutazione "1-100 the lower, the better". Nel settembre 2022, la stessa società è stata classificata prima su trenta società del settore europeo *oil & gas* da Moody's ESG Solutions per le sue avanzate capacità nella gestione dei rischi ESG, affermandosi nuovamente quale *leader* della massima categoria "advanced band". Nella revisione annuale dello scorso dicembre, FTSE4Good Developed Index<sup>142</sup> ha continua a valutare Eni S.p.A. nel suo indice di mercato per il sedicesimo anno consecutivo, conferendo una valutazione tra le prime cinque del settore. In Italia, Eni è stata confermata nel MIB® ESG Index<sup>143</sup>, primo indice ESG dedicato alle *blue-chip*<sup>144</sup> italiane, pensato per individuare i grandi emittenti italiani quotati che presentano le migliori pratiche ESG e reso operativo dalla stessa Moody's ESG Solutions<sup>145</sup>.

Anche Poste Italiane S.p.A., altro storica società, nata come ente pubblico incaricato dello svolgimento di alcuni servizi essenziali come la consegna di lettere e pacchi su tutto il territorio nazionale e di altri servizi postali, bancari, finanziari, ha ottenuto importanti riconferme nella revisione dei *rating* del 2022. MSCI ha assegnato una valutazione pari ad "AA". Per il quarto anno consecutivo, Poste Italiane S.p.A. è stata

---

<sup>139</sup>Eni, *Neutralità carbonica al 2050*, 2021, [www.eni.com](http://www.eni.com)

<sup>140</sup> Vedi Nota 17

<sup>141</sup> MSCI, *Powering Better Investment Decision*, [www.msci.com](http://www.msci.com)

<sup>142</sup> Vedi Nota Cap I

<sup>143</sup> Indice MIB® ESG, Borsa Italiana, [www.borsaitaliana.it/](http://www.borsaitaliana.it/)

<sup>144</sup> "Titolo azionario emesso da società ad elevata capitalizzazione inserita nel listino maggiore di una Borsa. In Italia le società di Ftse MIB", Borsa Italiana

<sup>145</sup> Eni, *Indici e rating ESG, Indici e rating ESG-Eni si è classificata ai primi posti per le sue attività Environmental, Social, Governance (ESG) ed è presente nei principali indici ESG*, [www.eni.com](http://www.eni.com).

inserita nel *Dow Jones Sustainability World Index* e nel *Dow Jones Sustainability Europe Index*. Ha inoltre ottenuto da *Standard & Poor's Global* una valutazione pari ad 87 su 100 attraverso il *Corporate Sustainability Assessment*<sup>146</sup>, il primato tra le aziende italiane del settore assicurativo per le sue attività di *governance* e un ulteriore riconoscimento per le proprie politiche e pratiche in ambito sociale<sup>147</sup>.

Nonostante e per la prima volta nella storia, nell'ultimo anno le emissioni e le conseguenti sottoscrizioni di ESG Bond siano diminuite, i dati diffusi dalla CONSOB, nel rapporto pubblicato a giugno 2022, sulle principali dinamiche in atto nell'ambito degli investimenti sostenibili e dei mercati delle cryptoattività, dimostrano come “*sul fronte dell'offerta di strumenti finanziari sostenibili, l'Europa veda confermato il suo ruolo trainante: a giugno 2022, l'aggregato globale delle emissioni di obbligazioni ESG è infatti riferibile ai paesi europei per il 50% circa mentre il patrimonio di fondi comuni di investimento ESG europei pesa più dell'80% sul dato globale. Nel primo semestre 2022, le obbligazioni green costituiscono il 60% del totale emesso. Nei maggiori paesi dell'area euro le emissioni di obbligazioni ESG sono riferibili in gran parte alle società finanziarie, seguite da quelle operanti nei settori utilities e trasporti e, dal 2020, a emittenti pubblici*”<sup>148</sup>.

---

<sup>146</sup> “Standard & Poor's Global confronta le aziende di 61 settori, valutando le performance di sostenibilità delle aziende in maniera complessiva. Il Dow Jones Sustainability World Index traccia la performance del top 10% delle 2.500 maggiori aziende quotate all'interno del S&P Global Broad Market Index, mentre Il Dow Jones Sustainability Europe Index traccia la performance del top 20% delle 600 maggiori del continente europeo. È quindi la valutazione ottenuta in base ai risultati del CSA di S&P Global, principale punto di riferimento a livello globale nell'ambito della sostenibilità, a determinare la selezione delle aziende da inserire negli indici”

<sup>147</sup> Poste Italiane, *Poste Italiane entra per il quarto anno consecutivo negli indici di sostenibilità Dow Jones*, 10 dicembre 2022, <https://www.posteitaliane.it/it/comunicati/posteitalianeentra-1476575773492.html?wt.ac=1453895545051>

<sup>148</sup> Nadia Linciano, Valeria Caivano, Daniela Costa, Simona Di Rocco, Monica Gentile. *Emerging trends in sustainable investing and cryptoasset markets*, CONSOB, giugno 2022, <https://www.consob.it/web/area-pubblica/rapporto-sostenibili-crypto>

## 2. Linee guida: ICMA ed Europa

In assenza di previsioni normative *ad hoc*, sono state sviluppate delle linee guida per l'emissione dei prodotti finanziari sostenibili. Tra queste, le più diffuse sono quelle elaborate dall'*International Capital Market Association* (ICMA), che vengono generalmente aggiornate con cadenza annuale attraverso consultazioni tra i membri dell'ICMA e i vari *stakeholders*.

L'associazione, nata nel 1963 dalla volontà dei più importanti partecipanti ai mercati finanziari europei dell'epoca e attivi soprattutto nel mercato del debito, classifica gli ESG Bond come obbligazioni tradizionali i cui proventi sono destinati ad essere impiegati in attività e progetti legati allo sviluppo sostenibile e fornisce autorevoli indicazioni in merito a tali emissioni.

In aggiunta, le linee guida ICMA rispondono alle esigenze di trasparenza richieste dagli investitori e hanno, tra gli altri, l'obiettivo di migliorare la *disclosure* e il *reporting* degli ESG Bond.

Nello specifico, l'attenzione nei confronti dei temi legati alla *disclosure* e alla trasparenza si sostanzia nell'inserimento, nella documentazione di offerta, di un'informativa divisa nelle seguenti sezioni:

- Fattori di Rischio, *“limitati ai rischi che sono specifici dell'emittente e/o dei titoli e che sono rilevanti per assumere una decisione d'investimento informata”*;
- *Terms and Conditions*, ossia la descrizione degli *“impegni irrevocabili e intenzioni di sottoscrizione ed elementi essenziali degli accordi di sottoscrizione e di collocamento. Esporre il prezzo d'offerta, il numero dei titoli offerti, il valore di emissione/d'offerta, le condizioni cui è soggetta l'offerta e la procedura per l'esercizio di un eventuale diritto di prelazione. Per quanto a conoscenza dell'emittente, indicare se i principali azionisti o i membri degli organi amministrativi, direttivi o di controllo dell'emittente intendono sottoscrivere l'offerta, o se qualsiasi persona intende sottoscrivere più del 5 % dell'offerta. Indicare eventuali impegni irrevocabili a sottoscrivere più del 5 % dell'offerta e tutti gli elementi essenziali degli accordi di sottoscrizione e collocamento, compresi denominazione e indirizzo delle entità che accettano di sottoscrivere o collocare l'emissione sulla base di un impegno irrevocabile o nell'ambito di un accordo di “vendita al meglio” e le quote”*;

- *Form of Final Terms*, “un modello, intitolato “modulo delle condizioni definitive”, che deve essere compilato per ogni singola emissione e che contiene le opzioni disponibili per quanto riguarda le informazioni che devono essere determinate nelle condizioni definitive dell’offerta”; e
- *Use of proceeds*, “informazioni sulle ragioni dell’offerta e, ove applicabile, la stima dell’importo netto dei proventi suddiviso in funzione dei principali impieghi previsti e presentato in ordine di priorità degli impieghi. Se l’emittente è a conoscenza del fatto che i proventi previsti non saranno sufficienti per finanziare tutti gli impieghi previsti, deve indicare l’ammontare e le fonti degli altri finanziamenti necessari”<sup>149</sup>.

Infine, l’emittente di un bond allineato ai principi ICMA, al fine di perseguire una maggior trasparenza nella gestione dei proventi, è tenuto, a seguito dell’emissione, a obblighi di comunicazione e di *reporting* nei confronti degli investitori riguardo all’avanzamento dei progetti finanziati. Infatti, l’emittente si impegna a divulgare una rendicontazione basata su indicatori di *performance* qualitativi e, ove possibile, anche quantitativi<sup>150</sup>.

Anche in ambito finanziario, il fattore ambientale è stato il primo ad essere oggetto di attenzione da parte del legislatore europeo. Al fine di allineare i Green bond al Regolamento Tassonomia ed incentivare il finanziamento degli investimenti sostenibili, nel luglio 2021 la Commissione europea ha presentato una proposta di Regolamento relativa ai Green Bond<sup>151</sup>. La proposta, ancorata al Regolamento sulla Tassonomia, ha l’obiettivo di introdurre dei requisiti uniformi e standardizzati per gli emittenti di obbligazioni green. Ai sensi dell’art. 4 del Regolamento sulla Tassonomia<sup>152</sup>, l’Unione deve applicare i criteri della tassonomia nella definizione di eventuali norme per obbligazioni societarie ecosostenibili. Insieme all’art. 3 dello stesso regolamento che fornisce una classificazione delle attività economiche

---

<sup>149</sup> Definizioni fornite dal Regolamento UE 2017/1129 (Regolamento Prospetto)

<sup>150</sup> ICMA. *The Principles, Guidelines and Handbooks*, 2023, [www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org)

<sup>151</sup> Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on European green bonds 2021/0191, [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu)

<sup>152</sup> Articolo 4 del Regolamento sulla Tassonomia dell’UE: “gli Stati membri e l’Unione applicano i criteri stabiliti all’articolo 3 per determinare se un’attività economica possa considerarsi ecosostenibile in relazione a qualsiasi misura che preveda obblighi per i partecipanti ai mercati finanziari o gli emittenti in relazione a prodotti finanziari o obbligazioni societarie resi disponibili come ecosostenibili”

ecosostenibili<sup>153</sup> è auspicabile l'utilizzo della tassonomia europea come parametro di riferimento per classificare se un'attività economica e, per estensione, i relativi attivi o progetti siano associabili all'emissione di un Green Bond. Il collegamento tra la proposta e il Regolamento sulla Tassonomia consente, nel perimetro di una cornice normativa adeguatamente delineata, l'utilizzo dei proventi dei Green Bond europei, per un'ampia gamma di attività economiche che forniscono un contributo al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità ambientale.

Allo stesso tempo, mediante la suddetta proposta, la Commissione europea intende perseguire l'obiettivo di una maggiore trasparenza. Nello specifico, l'adesione ad uno standard volontario consentirà agli emittenti di utilizzare la denominazione di "European Green Bond" o "EuGB". Inoltre, all'art. 8 della proposta di Regolamento, vengono descritti specifici obblighi di informativa precontrattuale, imponendo all'emittente di stilare un *factsheet* che dia una panoramica dello strumento finanziario e dell'allocazione dei proventi. In aggiunta, qualora per l'emissione sia richiesta la redazione di un prospetto informativo, è prevista l'esplicita menzione dell'allineamento agli EuGB nel prospetto stesso.

Come nei principi ICMA, inoltre, la proposta di regolamento relativa all'EuGB individua come principio cardine lo *Use of proceeds*, restringendo le possibilità per l'emittente di impiegare i proventi in altre attività.

Tuttavia, diversamente da quanto previsto nei principi ICMA, i proventi derivanti dalle obbligazioni non dovranno solo essere impiegati in attività economiche "sostenibili a livello ambientale" ma anche in attività green che risultino allineate al Regolamento Tassonomia.

Infine, un'ulteriore novità della proposta di regolamento rispetto ai principi ICMA riguarda il miglioramento della trasparenza e dell'*accountability* del revisore esterno, che dovrà essere sottoposto a controllo e registrazione presso la European Securities Market Authority (ESMA)<sup>154</sup>.

Agli emittenti, infatti, è richiesto di ottenere una *review* prima e dopo l'emissione da parte di un revisore esterno. La prima ha lo scopo di verificare l'allineamento agli

---

<sup>153</sup> Vedi pagg. 19 e ss.

<sup>154</sup> La European Securities Market Authority (ESMA) è un'autorità indipendente dell'UE il cui obiettivo è migliorare la protezione degli investitori e promuovere mercati finanziari stabili e ordinati. L'ESMA ha inoltre il compito di coordinare le misure prese da autorità di vigilanza degli Stati Membri sui valori mobiliari o di adottare misure di emergenza in caso di crisi.

EuGB, mentre la seconda accerta la corretta allocazione delle risorse e la rispondenza a quanto presente nell'informativa precontrattuale.

Alla luce di tale ricostruzione, anche se il processo normativo è iniziato e si sta evolvendo<sup>155</sup>, permane ancora un disallineamento tra prassi di mercato e normativa in materia ESG, soprattutto se si prende a riferimento la distanza tra obblighi di *disclosure* predisposti dal Regolamento Tassonomia e il contenuto effettivo di tale rendicontazione secondo principi ICMA.

Esigenze di certezza e di tutela degli investitori spingono a cercare di colmare quanto prima questo disallineamento con l'obiettivo di incrementare la trasparenza del mercato e la fiducia degli investitori, affinché un sempre maggior volume di investimenti sia impiegato in progetti sostenibili.

Risulta però evidente che le definizioni comuni e i criteri di vaglio tecnico dovranno svilupparsi all'interno di una cornice normativa flessibile, dotandosi di una sufficiente elasticità al fine di allinearsi ai futuri progressi tecnologici, permettendo così il raggiungimento di obiettivi di sostenibilità concreti.

---

<sup>155</sup> “Il Parlamento europeo, nello specifico la Commissione Affari Economici e Monetari, ha adottato una posizione negoziale sul regolamento sui green bond europei. Il testo, predisposto da Paul Tang, europarlamentare olandese, introduce numerose modifiche alla proposta della Commissione ed è stato approvato con 44 voti a favore. La Commissione ha anche votato per procedere con i negoziati con gli Stati membri per trovare un accordo.

In particolare, la proposta mira a regolamentare più nel dettaglio l'intero mercato dei green bond, anziché limitarsi a istituire l'etichetta European Green Bond, e a ridurre il cosiddetto greenwashing”. *Parlamento UE: proposte modifiche all'European Green Bond Standard per ridurre il greenwashing*, 2022, ESG News <https://esgnews.it/investimenti/green-bond-e-sustainability-bond/parlamento-ue-proposte-modifiche-alleuropean-green-bond-standard-per-ridurre-il-greenwashing/>



## 2.1 Green Bond

Di fronte alla crescita del mercato, la principale esigenza degli operatori finanziari è quella di fare chiarezza in merito al perimetro di applicazione dei Green Bond e alla valutazione degli impatti ambientali generati. Rispondendo alle esigenze di standardizzazione e trasparenza degli investitori, l'ICMA ha definito nel 2014 i *Green Bond Principles* (GBP)<sup>156</sup>, linee guida volontarie che incoraggiano la trasparenza, la precisione e la completezza delle informazioni divulgate dagli emittenti, aggiornate da ultimo a giugno 2022.

Perciò ad oggi, la fonte più autorevole per indicare le caratteristiche dei Green Bond a livello internazionale è l'ICMA: i GBP stabiliscono le caratteristiche affinché un'obbligazione possa essere definita *green*. Come anticipato, si tratta di un'autoregolamentazione da adottare su base volontaria che si sono dati i mercati e non c'è alcun potere sanzionatorio direttamente applicabile. La possibile sanzione potrebbe discendere dal mercato e quindi dagli investitori a vario titolo coinvolti: l'emittente di un Green Bond è tenuto a rispettare i principi ICMA negli anni successivi l'emissione; in caso contrario avrà una ricaduta in termini reputazionali che potrebbe danneggiare la propria credibilità.

I Green Bond rappresentano i titoli obbligazionari capaci di finanziare attività con impatto positivo sull'ambiente. Si tratta di titoli di debito associati al finanziamento di progetti con ricadute positive in termini ambientali. Per esempio: la produzione e trasmissione di energia rinnovabile; la costruzione o la ristrutturazione di edifici per aumentarne l'efficienza energetica; la prevenzione e il controllo dell'inquinamento attraverso la riduzione delle emissioni atmosferiche, il controllo dei gas a effetto serra, la bonifica del suolo, la raccolta e il riciclo dei rifiuti; lo sviluppo dell'agricoltura, dell'allevamento e della pesca tramite tecniche sostenibili; il rimboschimento, la preservazione o il ripristino del paesaggio naturale e la conservazione delle biodiversità terrestri e marine; l'implementazione di una rete di trasporti elettrici, ibridi e l'ammodernamento delle infrastrutture per veicoli ad energia pulita e la riduzione

---

<sup>156</sup> ICMA, *Green Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds June 2021 (with June 2022 Appendix 1)*, giugno 2022, [www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org)

delle emissioni nocive; la gestione sostenibile delle acque e delle acque reflue; adattamento al cambiamento climatico.

Le linee guida diffuse dall'ICMA, i GBP, riguardano principalmente quattro aree d'interesse:

- *Use of proceeds*: caratteristica principale di un Green Bond è l'utilizzo dei proventi netti del prestito obbligazionario per i progetti ammissibili, come gli esempi forniti in precedenza, adeguatamente descritti nella documentazione correlata al titolo. Tutti i progetti ad impatto ambientale devono fornire chiaramente i benefici apportati, che saranno in seguito valutati e, ove possibile, quantificati dall'emittente;
- Valutazione e selezione dei progetti: l'emittente di un Green Bond dovrebbe comunicare chiaramente agli investitori gli obiettivi prefissati, il procedimento attraverso il quale un progetto sia ritenuto idoneo ad essere finanziato tramite l'obbligazione, nonché i Fattori di Rischio;
- Gestione dei proventi: i proventi netti dei Green Bond, o una somma equivalente, dovrebbero essere depositati su un conto appositamente dedicato, trasferiti in un portafoglio specifico o in ogni caso tracciati dall'emittente. Inoltre, l'emittente dovrebbe comunicare agli investitori come intende collocare i proventi temporaneamente non impiegati nei progetti. Qualora ad un emittente siano riferibili più emissioni di Green Bond, i relativi proventi possono essere gestiti per singolo titolo secondo il “*bond-by-bond approach*” oppure su base aggregata per tutti i titoli secondo il “*portfolio approach*”; e
- Rendicontazione: gli emittenti dovrebbero rendere disponibili informazioni, da rinnovare almeno su base annua, sull'utilizzo dei proventi fino alla completa allocazione e tempestivamente in caso di sviluppi significativi. La relazione annuale dovrebbe includere un elenco dei progetti a cui sono stati assegnati i proventi del Green Bond, nonché una breve descrizione dei progressi riguardante i progetti, gli importi stanziati e l'impatto previsto.

In merito all'ultimo aspetto descritto, già nel 2017 l'HLEG<sup>157</sup> ha sottolineato che lo sviluppo del mercato dei Green Bond richiede la formulazione e l'applicazione di solidi standard definitivi e classificatori, oltre che di certificazioni di qualità dei prodotti. In particolare, gli esperti hanno evidenziato il ruolo delle borse nell'incentivare gli emittenti al rispetto dei criteri concordati a livello internazionale

---

<sup>157</sup> Vedi pagg. 10-11

per l'emissione dei Green Bond<sup>158</sup>. Infatti sebbene ancora in fase di discussione, gli EuGP, istituiscono l'albo dei certificatori: chi fornisce la rendicontazione o *Second Party Opinion* dovrà essere iscritto a un elenco gestito dall'ESMA, una delle poche ma rilevanti differenze tra la proposta di *standard* europei e le linee guida appena descritte dell'ICMA.

A livello globale, il mercato dei Green Bond è il settore trainante tra gli strumenti finanziari sostenibili. Nonostante il 2022 sia stato il primo anno in cui si è assistito ad una diminuzione dell'emissione di bond sostenibili, secondo i dati del Bloomberg<sup>159</sup> nel 2021 sono stati emessi Green Bond per un ammontare pari a 480 miliardi di dollari americani (US\$)<sup>160</sup>.

Ad oggi, la *European Investment Bank* (BEI)<sup>161</sup> risulta ancora uno dei principali emittenti di Green Bond, con una raccolta di oltre 60 miliardi di Euro. La prima obbligazione verde al mondo, denominata "*Climate Awareness Bond*"<sup>162</sup> (CAB), è stata emessa il 5 luglio 2007 dalla BEI, con lo scopo di finanziare progetti che proponessero soluzioni ai cambiamenti climatici<sup>163</sup>. I proventi della sottoscrizione sono stati destinati a progetti finanziati dalla BEI nei settori delle energie rinnovabili e dell'efficienza energetica, settori fondamentali per la protezione del clima a livello internazionale e dove l'UE si è sin dall'inizio impegnata ad assumere la *leadership* nel loro sviluppo<sup>164</sup>.

---

<sup>158</sup> Commissione europea, *HLEG on Sustainable Finance 2017, Financing a Sustainable European Economy - Interim Report*: [ec.europa.eu](https://ec.europa.eu)

<sup>159</sup> David Caleb Mutua, *Sustainable Debt Issuance Fell Amid Rates Turmoil, ESG Pushback*, Bloomberg, 5 gennaio 2023, [www.bloomberg.com](https://www.bloomberg.com)

<sup>160</sup> A dimostrazione della crescita esponenziale di questi strumenti finanziari e sempre secondo i dati Bloomberg, nel 2016 le emissioni globali di Green Bond ammontavano US\$ 48 miliardi.

<sup>161</sup> European Investment Bank (BEI), [www.eib.org](https://www.eib.org)

<sup>162</sup> BEI, *Climate Awareness Bonds. The world's first green bond*, [www.eib.org](https://www.eib.org)

<sup>163</sup> BEI, *15 years of EIB green bonds: leading sustainable investment from niche to mainstream*, 5 luglio 2022, [www.eib.org](https://www.eib.org)

<sup>164</sup> In realtà, il rendimento delle obbligazioni era legato all'andamento di un indice azionario appositamente creato da FTSE per questa operazione: il FTSE4GOOD ENVIRONMENTAL LEADERS EUROPE 40 INDEX. L'indice è composto da società dell'attuale indice FTSE4Good Europe, che comprende società europee a grande e media capitalizzazione. Ai componenti dell'indice viene attribuita una valutazione ESG da FTSE e sono poi inclusi nel nuovo indice solo coloro che hanno raggiunto il punteggio di "best practice". Con questo collegamento all'indice, la BEI ha offerto

In Italia, il primo green bond<sup>165</sup> è stato lanciato nel 2014 dal Gruppo Hera S.p.A., azienda multiservizi attiva nei settori di luce, gas, ambiente, acqua e teleriscaldamento, con un titolo decennale da 500 milioni di Euro e destinato a finanziare o rifinanziare progetti legati alla sostenibilità in quattro ambiti: lotta al cambiamento climatico, riduzione emissioni, qualità nella depurazione delle acque e riciclo dei rifiuti.

Il suddetto titolo ha inaugurato, anche in Italia, una modalità di finanziamento già utilizzata in Europa da altre grandi imprese del settore delle *utilities*, mettendo la finanza al servizio dell'ambiente.

Enel S.p.A., nata come ente pubblico dall'acronimo di "Ente Nazionale per l'energia Elettrica" nel 1962, salvo poi essere trasformata in società per azioni negli anni novanta, è oggi una multinazionale italiana e uno dei principali operatori integrati globali nei settori dell'energia elettrica e gas, dal 2017 ha emesso tre Green Bond, per un totale di 3,5 miliardi di Euro. Il dato più rilevante però, sono la predisposizione e i seguenti aggiornamenti, da ultimo nel novembre 2018, di un *Green Bond Framework*<sup>166</sup> con l'obiettivo di promuovere la trasparenza e l'impegno del gruppo relativamente alle emissioni di obbligazioni sostenibili. Infatti, vi si dichiarano, oltre alla scelta di aderire alle linee guida emanate dall'ICMA, i progetti selezionati come il finanziamento o il rifinanziamento di investimenti nello sviluppo, costruzione, installazione e manutenzione di unità di produzione di energia rinnovabile o di progetti di mobilità sostenibile che consistono in trasporti elettrici, ibridi e stazioni di ricarica per veicoli a energia alternativi, oltre a progetti di efficienza energetica che coinvolgono l'illuminazione pubblica e il miglioramento della domanda e della sua gestione. Nel *framework* viene poi brevemente descritta la gestione dei proventi, resa più nel dettaglio nelle rendicontazioni successive, affidate nel caso in esame a Vigeo Eiris<sup>167</sup>.

Negli Stati Uniti, Apple Inc., società *blue-chip* americana e leader globale nel settore delle tecnologie, ha annunciato che gli investimenti frutto dei 4,7 miliardi US\$ dei proventi ricavati dalle emissioni di Green Bond hanno contribuito a dare il via allo

---

per la prima volta agli investitori un nuovo strumento di esposizione e la possibilità di seguire le grandi imprese europee con pratiche di gestione ambientale all'avanguardia.

<sup>165</sup> Stefania Peveraro, *Hera prepara il primo green-bond italiano*, Milano Finanza, 20 giugno 2014, [www.milanofinanza.it](http://www.milanofinanza.it)

<sup>166</sup> ENEL Green Bond Framework, novembre 2018, [www.enel.com](http://www.enel.com)

<sup>167</sup> Vedi nota 130

sviluppo di nuove tecnologie di produzione e riciclo a basse emissioni di gas serra. Dal 2016, la società di Cupertino ha emesso tre Green Bond. Il primo, da 1,5 miliardi US\$ e il secondo da 1 miliardo US\$ emesso a giugno 2017, ora completamente allocati, sono stati emessi per contribuire alla realizzazione dei progetti volti a mitigare l'impatto dell'azienda sul cambiamento climatico.

Nel novembre 2019 hanno proceduto con la terza emissione e la prima in Europa, raccogliendo 2,2 miliardi di Euro circa. I proventi dell'ultimo Green Bond sono destinati a sostenere l'esecuzione della *roadmap* di Apple per la neutralità delle emissioni di carbonio entro il 2030. Il team *Environment, Policy and Social Initiatives* conduce un processo di selezione dei progetti e una relativa valutazione annuale per individuare i progetti idonei ad essere ulteriormente sviluppati tramite i proventi realizzati. Tutti i progetti selezionati rispondono ai seguenti criteri di ammissibilità: progettazione e ingegneria a basse emissioni di carbonio, efficienza energetica, utilizzo di energia rinnovabile, mitigazione delle emissioni di gas serra.

Apple Inc. ha assegnato i proventi a una varietà di progetti nelle categorie sopra delineate traendo immediati benefici ambientali e permettendo anche ai fornitori di ridurre le emissioni di anidride carbonica, oltre al continuo finanziamento di progetti di ricerca e sviluppo che consentiranno di ottenere ulteriori riduzioni una volta utilizzabili nell'economia di scala. Tra i progetti più rilevanti meritano menzione la riduzione degli scarti di materiale e l'utilizzo di materiali riciclati nei processi di produzione dei loro prodotti. Oltre a supportare la costruzione di impianti fotovoltaici ed altre fonti di energia rinnovabile, dal 2018, tutti i loro uffici, negozi al dettaglio e centri di raccolta dati, siti in 44 Paesi, hanno utilizzato interamente energia rinnovabile. Anche Apple Inc. aderisce ai principi delineati dall'ICMA, affidando l'attività di rendicontazione a Sustanalytics e la valutazione dello *Use of Proceeds* ad Ernst & Young LLP, leader mondiale nei servizi professionali di revisione e organizzazione contabile, fiscalità, *transaction e advisory*<sup>168</sup>.

---

<sup>168</sup> Apple Inc. *Annual Green Bond Impact Report - Fiscal Year 2021 Update*.

[s2.q4cdn.com/470004039/files/doc\\_downloads/additional\\_reports/2022/Apple\\_GreenBond\\_Report.pdf](https://s2.q4cdn.com/470004039/files/doc_downloads/additional_reports/2022/Apple_GreenBond_Report.pdf)

## 2.2 Social Bond

Dopo i Green Bond, l'aumento dell'attenzione verso dinamiche sociali ha condotto alla diffusione dei Social Bond. Questi titoli obbligazionari sono utilizzati per finanziare progetti che hanno un impatto sociale positivo e permettono la realizzazione di iniziative che migliorano la condizione di persone svantaggiate e comunità sociali fragili. Gli ambiti di intervento possono riguardare aree come il sostegno alle comunità che vivono al di sotto della soglia di povertà, estromesse ed emarginate, categorie vulnerabili perché colpite da calamità naturali, perché affette da disabilità oppure perché migranti o disoccupati.

Nonostante il mercato di queste obbligazioni sostenibili sia più recente rispetto a quello dei Green Bond, sta crescendo comunque ad un ritmo crescente, con un'accelerazione anche legata alla maggiore sensibilità sulle emergenze create dalla pandemia di Covid-19<sup>169</sup>.

Ad oggi e come per i Green Bond, non esistono una normativa condivisa e criteri uniformi per l'emissione di Social Bond. Pertanto, occorre saper valutare di volta in volta a seconda del progetto sociale coinvolto. I principali riferimenti in materia sono le linee guida volontarie fornite dall'ICMA nel 2017 e aggiornate da ultimo a giugno 2022, denominate "*Social Bond Principles*" (SBP)<sup>170</sup>.

Come nel caso dei GBP, anche in questo caso si tratta di raccomandazioni che mirano a favorire lo sviluppo del mercato dei Social Bond attraverso la diffusione di pratiche di trasparenza e rendicontazione agli investitori. Fatta salva la differenza nella sfera d'interesse, le linee guida descrivono le medesime aree.

Per riepilogare:

- *Use of proceeds*: il punto cardine di un Social Bond è costituito dall'utilizzo dei proventi derivanti dall'emissione obbligazionaria per finanziare progetti ad impatto sociale, adeguatamente descritti all'interno della documentazione legale correlata al titolo. Tutti i progetti qualificati come "Progetti Sociali" dovrebbero condurre ad evidenti benefici a livello sociale, che dovranno poi essere valutati e, quando possibile,

---

<sup>169</sup>ESG News, *Social bond: cosa sono e perché sono importanti*, 19 ottobre 2022, [esgnews.it](https://www.esgnews.it)

<sup>170</sup> ICMA, *Social Bond Principles - Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds Principles June 2021 (with June 2022 Appendix 1)*, giugno 2022.

quantificati dall'emittente. I Progetti Sociali si prefiggono l'obiettivo di contribuire direttamente ad affrontare o mitigare una determinata questione, cercando di raggiungere risultati positivi dal punto di vista sociale, specialmente, ma non esclusivamente per determinati segmenti di "popolazione". L'ICMA specifica che la definizione di popolazione può variare in funzione del contesto locale e che, in certi casi, tale popolazione di riferimento può essere sostituita rivolgendosi al pubblico in generale. Alcuni esempi di Progetti Sociali che cercano di ottenere risultati socio-economici positivi per determinate popolazioni ricomprendono: la costruzione di infrastrutture di base, ad esempio per la fornitura di acqua potabile, fognature, servizi sanitari, trasporti, energia, per l'accesso ai servizi essenziali come il servizio sanitario, l'assistenza sanitaria, l'istruzione e la formazione professionale, i servizi bancari e finanziari, ma anche la creazione di posti di lavoro tramite finanziamenti alle piccole e medie imprese (PMI)<sup>171</sup>;

- Valutazione e selezione dei progetti: l'emittente di un Social Bond dovrebbe comunicare agli investitori gli obiettivi sociali prefissati, il processo con cui i progetti sono stati selezionati, in linea con gli obiettivi sociali sopra citati, nonché i criteri di selezione ed eventualmente i criteri di esclusione;
- Gestione dei proventi: i proventi netti dei Social Bond, o una somma equivalente, dovrebbero essere depositati su un conto dedicato, trasferiti in un portafoglio specifico o in ogni caso tracciati dall'emittente. Inoltre, l'emittente dovrebbe comunicare agli investitori come intende collocare i proventi temporaneamente non impiegati nei progetti. Qualora ad un emittente siano riferibili più emissioni di Social Bond, i relativi proventi possono essere gestiti per singolo titolo secondo il "*bond-by-bond approach*" oppure su base aggregata per tutti secondo il "*portfolio approach*"; e
- Rendicontazione: gli emittenti dovrebbero rendere disponibili informazioni, da rinnovare almeno su base annua, sull'utilizzo dei proventi fino alla completa allocazione, e tempestivamente in caso di sviluppi significativi. La relazione annuale dovrebbe includere un elenco dei progetti a cui sono stati assegnati i proventi del Social Bond, nonché una breve descrizione dei progressi riguardante i progetti, gli importi stanziati e l'impatto previsto.

Bisogna sottolineare che, stante la similitudine delle linee guida emanate dall'ICMA per i primi due tipi di bond sostenibili descritti, i Social Bond possono produrre effetti

---

<sup>171</sup> Vedi Nota 24

positivi anche dal punto di vista ambientale e, viceversa, i Green Bond possono finanziare soluzioni per problemi sia ambientali che sociali. L'ICMA aggiunge che sono gli emittenti a dover identificare l'area di impatto prevalente.

Sebbene più recente, il mercato dei Social Bond si è rivelato un utile strumento per affrontare gli eventi catastrofici degli ultimi anni. Nel 2020, il *Council of Europe Development Bank* (CEB), banca europea la cui missione è la promozione della coesione sociale all'interno dell'UE, ha emesso, nell'ambito del *Social Inclusion Bond Framework*<sup>172</sup> cominciato nel 2017, un Social Bond da un miliardo di Euro, i cui proventi finanzieranno nuovi progetti sociali o implementeranno quelli già esistenti a sostegno delle PMI, settore particolarmente colpito dall'epidemia, con l'obiettivo di creare e preservare posti di lavoro<sup>173</sup>. Inoltre, a seguito del drammatico conflitto tra Ucraina e Russia, la CEB, ad aprile del 2022, ha emesso un altro Social Bond destinato a finanziare il supporto offerto ai rifugiati da parte degli Stati Membri ospitanti<sup>174</sup>.

Tra le esperienze italiane, Intesa Sanpaolo S.p.A., primo gruppo bancario in Italia per numero di sportelli e per quota di mercato, lo scorso ottobre ha emesso uno dei più grandi Social Bond emessi dagli istituti bancari del nostro Paese. La Banca nel suo *Green, Social and Sustainability Bond Framework*<sup>175</sup>, da ultimo aggiornato a giugno 2022, dichiara di aderire ai principi ICMA e di seguire il “*portfolio approach*”, scegliendo quindi di allocare i proventi ottenuti dalla sottoscrizione delle obbligazioni sostenibili emesse tra i vari progetti descritti nel *framework*. Intesa Sanpaolo S.p.A. ha incaricato PricewaterhouseCoopers (PwC), altra società leader nei settori professionali di revisione e organizzazione contabile, fiscalità, *transaction* e *advisory*, per la gestione dei proventi conseguiti dal Social Bond. Le aree di interesse sono quattro e, sintetizzando, riguardano aiuti economici alle PMI, ai settori colpiti dalla pandemia, alle organizzazioni *non profit* e ai segmenti di popolazione più vulnerabili. PwC descrive i criteri di vaglio tecnico per l'allocazione delle risorse ai differenti progetti

---

<sup>172</sup>Council of Europe Development Bank, Social Inclusion Bond Framework

<sup>173</sup> Council of Europe Development Bank (CEB), *La CEB emette un'obbligazione di inclusione sociale in risposta alla pandemia di COVID-19*. Strasburgo, 8 aprile 2020, [www.coe.int](http://www.coe.int)

<sup>174</sup> Council of Europe Development Bank (CEB). *Council of Europe bank issues a new social inclusion bond to bolster its response to Ukraine refugee crisis*, 7 aprile 2022, [www.coe.int](http://www.coe.int)

<sup>175</sup> Intesa Sanpaolo, *Green, Social and Sustainability Bond Framework*, giugno 2022, [group.intesasanpaolo.com](http://group.intesasanpaolo.com)



coinvolti, mentre l'attività di rendicontazione sarà delegata a ISS ESG, un'altra rinomata agenzia di *rating* nel campo degli investimenti sostenibili<sup>176</sup>.

In un contesto simile, ma negli Stati Uniti, una delle istituzioni finanziarie più importanti al mondo, la Bank of America Corp., nel 2019 ha emesso il primo Social Bond da parte di una banca statunitense<sup>177</sup>. Nel suo *ESG-themed Issuance Framework*<sup>178</sup> l'istituto bancario dichiara di aderire ai principi ICMA e che i proventi derivanti dall'emissione saranno utilizzati per contribuire ad affrontare i temi più urgenti che interessano i quartieri a basso reddito come l'accesso ai servizi sanitari di prima necessità, ad un efficiente sistema scolastico e la messa a disposizione di case popolari o comunque abitazioni ad un costo accessibile. L'attività di rendicontazione è stata affidata a S&P Global Rating Corp., una delle più celebri agenzie di *rating* al mondo.

### 2.3 Social Impact Bond

I Social Impact Bond (SIB) sono strumenti innovativi nell'ambito degli investimenti sostenibili e sono destinati alla realizzazione di progetti di pubblica utilità, con una remunerazione degli investitori solo in caso di effettiva generazione di impatto sociale positivo, opportunamente misurato. Questo ultimo aspetto, fa sì che i SIB siano considerati obbligazioni “*Pay by Result*” o “*Pay for Success*”.

Al contrario degli altri ESG Bond descritti in precedenza, i SIB non sono stati oggetto d'attenzione da parte dell'ICMA. Tuttavia, possono comunque essere delineati dei tratti distintivi, quali la possibilità di generare un risparmio per la Pubblica Amministrazione attraverso l'iniziativa oggetto di finanziamento e, appunto, la condizionalità della remunerazione, versata soltanto a seguito del raggiungimento

---

<sup>176</sup> Intesa Sanpaolo. *Social Bond Investor presentation*, ottobre 2022, [group.intesasanpaolo.com](https://group.intesasanpaolo.com)

<sup>177</sup> Lo stesso istituto detiene inoltre il primato americano per quanto riguarda l'emissione di quattro Green Bond tra il 2013 e il 2018, [newsroom.bankofamerica.com](https://newsroom.bankofamerica.com)

<sup>178</sup> Bank of America Corporation. *ESG-themed Issuance Framework*. Novembre 2021.

<https://d1io3yog0oux5.cloudfront.net/bankofamerica/files/pages/bankofamerica/db/843/description/AC ESG Bonds Framework.pdf>

degli obiettivi e, quindi, della generazione di un impatto sociale positivo, adeguatamente rendicontato.

Pertanto, la configurazione del SIB individua almeno cinque *stakeholders*: una Pubblica Amministrazione; i fornitori del servizio reso alla comunità; gli investitori che sottoscrivono i titoli obbligazionari; un intermediario specializzato, generalmente organizzazioni del terzo settore o fondazioni di origine bancaria<sup>179</sup>; un soggetto terzo che valuti l'impatto generato e l'efficacia dei risultati ottenuti<sup>180</sup>.

Il primo SIB è stato emesso nel 2010 in Inghilterra su iniziativa di Social Finance, un'organizzazione *non-profit* attiva nei settori della consulenza e che collabora con le Pubbliche Amministrazioni e organizzazioni di volontariato per affrontare i problemi sociali nel Regno Unito e nel mondo. L'obiettivo del SIB era di sostenere il reinserimento dei detenuti del carcere di Peterborough condannati ad una pena di reclusione inferiore ai 12 mesi, nell'intento di diminuire il tasso di recidiva. Tale obiettivo è stato ampiamente superato: la recidiva si è infatti ridotta del 9% rispetto al campione degli ex detenuti presi in considerazione al momento della definizione del progetto, a fronte di un *target* prefissato dal Ministero della Giustizia del 7,5%. Grazie a questo risultato, i sottoscrittori delle obbligazioni hanno recuperato il capitale inizialmente investito e incassato le cedole dovute<sup>181</sup>.

Sulla falsariga di Peterborough, sono stati emessi altri SIB correlati allo stesso tema. Per esempio, nel 2012 è stato emesso un SIB dalla città di New York con l'obiettivo di finanziare progetti di reinserimento degli ex detenuti del carcere minorile di Rikers Island. In particolare, il *Department of Corrections* di New York, l'ente statale responsabile della gestione degli istituti penitenziari e di esecuzione della pena, ha partecipato all'emissione che ha permesso di finanziare un programma di

---

<sup>179</sup> La legge 218/1990, la c d "legge Amato-Carli" e la legge delega 461/1998, la cd "legge Ciampi", hanno avviato un lungo processo di ristrutturazione del sistema bancario italiano, favorendone la privatizzazione e la scissione tra istituti bancari dediti all'attività creditizia e le fondazioni bancarie. Con le sentenze 300 e 301/2003 della Corte costituzionale, "le fondazioni di origine bancaria sono da considerarsi come enti di diritto privato con piena autonomia statutaria e gestionale, operanti senza scopo di lucro nei settori di utilità sociale"

<sup>180</sup> Pierciro Galeone e Marco Meneguzzo, *La finanza sociale. Pubblico, privato, non profit: le prospettive comuni in Europa e in Italia*. Rubettino, 2016

<sup>181</sup> Darrick Jolliffe e Carol Hedderman, *Peterborough Social Impact Bond: Final Report on Cohort 1 Analysis*, agosto 2014, University of Leicester, [assets.publishing.service.gov.uk](https://assets.publishing.service.gov.uk)

reinserimento sociale per i giovani carcerati. La gestione dei proventi è stata affidata a MDRC, un'organizzazione senza scopo di lucro dedita allo sviluppo delle politiche didattiche e sociali. La riduzione del tasso di recidiva, del 10% circa, ha permesso di determinare il successo dell'iniziativa e la conseguente remunerazione degli investitori<sup>182</sup>.

A giugno 2017, in Finlandia, la BEI, supportata da Epique Oy, un gestore di fondi specializzato in investimenti ad impatto sociale e dal Ministero del Lavoro e dell'Economia finlandese ha emesso il primo SIB europeo, denominato "Koto SIB", per facilitare l'ingresso nel mercato del lavoro e l'integrazione sociale di circa 3000 rifugiati. Secondo il modello del *payment by result*, se il risultato sociale atteso sarà raggiunto, il finanziamento verrà ripagato dal Ministero dell'Economia finlandese.

Il Koto SIB aiuta gli immigrati a trovare lavoro collegando la formazione professionale e linguistica alle carenze del mercato del lavoro finlandese. I posti di lavoro riguardano principalmente il settore manifatturiero, dell'edilizia e del commercio, settori in cui la carenza di lavoratori qualificati è particolarmente rilevante. I risultati finali devono ancora essere divulgati da un valutatore esterno incarico di quantificare gli oneri fiscali pagati e i sussidi di disoccupazione percepiti dai partecipanti al SIB tra il 2021 e il 2022. Il SIB sarà considerato un successo se i partecipanti risulteranno aver pagato più tasse e ricevuto meno sussidi rispetto a parametri predeterminati. I risultati finali sono attesi per l'inizio del 2023<sup>183</sup>.

Considerando la natura del SIB, occorre chiarire che, data la loro struttura, essi si discostano dallo schema tradizionale di un'obbligazione. Al contrario, negli esempi forniti, sembra emergere uno schema contrattuale complesso basato sulla coesistenza di più portatori di interesse a vario titolo coinvolti.

In quest'ottica potrebbe essere allora preferibile superare la nomenclatura di Social Impact Bond e utilizzare la più generica formula di *Pay by result* (PbR). Questa si sostanzia in un contratto con l'amministrazione pubblica, in cui quest'ultima si impegna ad effettuare un pagamento a fronte del miglioramento di risultati sociali. Sulla base di questo contratto vengono raccolte risorse da finanziatori propensi a

---

<sup>182</sup> Fondazione Cariplo. Quaderni dell'osservatorio. *I SOCIAL IMPACT BOND - La finanza al servizio dell'innovazione sociale?*, 2013, [www.fondazione cariplo.it](http://www.fondazione cariplo.it)

<sup>183</sup> Oxford Government Outcomes Blog, *Kotouttamisen (KOTO) Social Impact Bond*, ultimo aggiornamento 6 gennaio 2022, [golab.bsg.ox.ac.uk](http://golab.bsg.ox.ac.uk)

supportare progetti ad impatto sociale. Se l'obiettivo viene raggiunto, gli investitori ricevono dalla Pubblica Amministrazione coinvolta il rimborso dell'investimento iniziale insieme agli interessi maturati in base al grado dei miglioramenti ottenuti.

L'implementazione di questa tipologia di investimenti può apportare diversi vantaggi alle istituzioni pubbliche, alle organizzazioni del Terzo Settore e ai beneficiari degli interventi. Riepilogando, gli schemi del PbR favoriscono l'assegnazione delle risorse pubbliche a programmi finalizzati al raggiungimento di risultati sociali predefiniti, favorendo l'allocazione di risorse per la sperimentazione di interventi di politica sociale. Rispetto, poi, alla frammentazione nell'erogazione dei servizi, i PbR contribuiscono all'integrazione fra diversi soggetti coinvolti, attraverso diversi ruoli e mansioni, ma accomunati dalla realizzazione dello stesso fine sociale. Ovviamente poi, attraverso i PbR, i progetti finanziati possono essere supportati da un flusso di risorse economiche continuo e pluriennale. Infine, per realizzare un approccio più trasparente e al pari degli ESG Bond analizzati in precedenza, andrebbe riservato un ruolo primario alla misurazione e rendicontazione dei risultati conseguiti<sup>184</sup>.

## **2.4 Sustainability-linked Bond**

La novità più recente in tema di ESG Bond è rappresentata dai Sustainability-linked bond (SLB). Questi strumenti finanziari si prefiggono l'obiettivo di incrementare ulteriormente il ruolo della finanza nell'implementazione dei fattori ESG. La differenza sostanziale rispetto ai Green Bond e ai Social Bond risiede nel fatto che la remunerazione degli investitori non è correlata alla realizzazione di un progetto, bensì al raggiungimento di obiettivi sostenibili, nella maggior parte dei casi corrispondenti a quelli delineati dall'Agenda 2030 delle Nazioni Unite.

Per consentire un'analisi più approfondita, si torna a considerare le fonti di regolamentazione più autorevoli in materia, quelle predisposte dall'ICMA nel 2020, i

---

<sup>184</sup> Forum per la Finanza Sostenibile, *Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale*, 2017, [finanzasostenibile.it](http://finanzasostenibile.it)

*Sustainability-Linked Bond Principles (SLBP)*<sup>185</sup>, applicabili da qualsiasi emittente e rispetto a qualsiasi tipo di strumento finanziario del mercato dei capitali.

Le aree di interesse che le linee guida definiscono riguardano essenzialmente la struttura dell'obbligazione, l'informativa da rendere agli investitori e la rendicontazione.

Gli obiettivi di sostenibilità che l'emittente si prefigge di raggiungere attraverso l'emissione di SLB sono minuziosamente descritti, monitorati e verificati tramite i *Key Performance Indicators (KPI)*<sup>186</sup> ed i *Sustainability Performance Targets (SPT)* che fungono rispettivamente da parametri per la quantificazione dell'obiettivo e da parametro per la sua successiva valutazione.

I proventi realizzati tramite l'emissione dei SLB sono destinati ad essere utilizzati per scopi generali, perciò, a differenza degli altri ESG Bond, lo *Use of proceed* non è un fattore determinante nella loro classificazione. Ciononostante e in assenza di un quadro normativo sufficientemente delineato, gli emittenti possono scegliere di combinare l'approccio dei GBP o dei SBP con i SLBP, creando strumenti finanziari ibridi, ma in ogni caso valevoli per la realizzazione di progetti o di obiettivi sostenibili.

I SLBP individuano cinque componenti fondamentali che concernono la scelta dei KPI, la ponderazione degli SPT, la definizione delle caratteristiche dell'obbligazione, l'attività di rendicontazione e la verifica effettuata una volta ultimata l'emissione.

I KPI scelti dovrebbero essere rilevanti, essenziali e significativi per l'attività svolta dall'emittente e di elevata rilevanza strategica per le sue operazioni in chiave di raggiungimento degli obiettivi sostenibili. Essi dovrebbero anche essere quantificabili secondo una base di calcolo predeterminata al fine di essere verificati da un soggetto terzo e in grado di essere confrontati attraverso l'utilizzo di un riferimento esterno o di definizioni tese a facilitare la valutazione del livello di ambizione dello SPT sotteso. Su quest'ultimo aspetto, le linee guida dell'ICMA specificano che gli emittenti dovrebbero comunicare chiaramente agli investitori la logica e il processo in base ai quali i KPI sono stati selezionati e in che modo questi si adattano alla loro strategia di sostenibilità.

---

<sup>185</sup> ICMA. *Sustainability-Linked Bond Principles - Voluntary Process Guidelines*, giugno 2020, [www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org)

<sup>186</sup> Vedi Nota 114

I SLBP incoraggiano gli emittenti ad utilizzare KPI che hanno già incluso nei loro precedenti resoconti annuali, relazioni di sostenibilità o altre informative non finanziarie per consentire agli investitori di avere un metro di paragone rispetto all'emissione del SLB. Inoltre, quando non è possibile rinvenire KPI utilizzati e divulgati in precedenza, gli emittenti dovrebbero, per quanto possibile, fornirne valori storici verificati esternamente che coprano almeno i 3 anni precedenti l'emissione.

Uno o più SPT vengono ponderati per ogni KPI e consentono di proseguire con la strutturazione di un SLB visto che determineranno l'obiettivo di sostenibilità che l'emittente vuole raggiungere. L'ICMA, stabilendo che i "*SPT devono essere definiti in buona fede e l'emittente dovrebbe divulgare quelle informazioni strategiche che possono influire in modo rilevante sul raggiungimento degli SPT che dovrebbero essere ambiziosi, ovvero: - rappresentare un miglioramento sostanziale nei rispettivi KPI e andare oltre una traiettoria "Business as Usual"*", sottende al raggiungimento di obiettivi che possono essere desumibili da altre fonti, capaci di favorirne la comparazione e perciò determinati su una tempistica predefinita, o quantomeno che preceda l'emissione obbligazionaria. Alcuni esempi possono essere la già menzionata *performance* dell'emittente nel tempo, per la quale si raccomanda un periodo minimo di 3 anni di misurazione dei KPI selezionati, i dati condivisi da altre aziende dello stesso settore nello stesso periodo, oppure ad obiettivi condivisi a livello internazionale come l'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici<sup>187</sup>.

Come per gli altri ESG Bond, è raccomandata la nomina di uno o più revisori esterni per confermare l'allineamento dell'emissione obbligazionaria con i cinque componenti fondamentali dei SLBP, una *Second Party Opinion*.

In assenza di obblighi normativi predefiniti e visto che l'adozione delle linee guida emanate dall'ICMA avviene sempre su base volontaria, nulla vieta all'emittente di svolgere in proprio l'attività di rendicontazione prima dell'emissione. La stessa ICMA però, nei casi in cui non ci si avvalga di una *Second Party Opinion*, raccomanda agli emittenti di dimostrare o sviluppare le competenze interne per verificare le proprie metodologie, condividendo il tutto con gli investitori.

Dalla prospettiva degli investitori, è interessante notare che, rispetto ai Green Bond e i Social Bond, un SLB offre caratteristiche finanziarie e strutturali più varie, a seconda che i KPI selezionati raggiungano o meno gli SPT predefiniti, e ciò implica che il SLB

---

<sup>187</sup> Vedi Nota 6

dovrà includere un impatto finanziario e strutturale che coinvolga il *trigger event*, ossia un evento al verificarsi del quale scatteranno determinate conseguenze prestabilite. La potenziale variazione della cedola da corrispondere ai sottoscrittori delle obbligazioni è l'esempio più comune.

Quanto agli obblighi comunicativi, gli emittenti di SLB dovrebbero pubblicare e mantenere prontamente disponibili e facilmente accessibili: informazioni aggiornate sulle prestazioni dei KPI selezionati; una relazione di rendicontazione relativa agli SPT che delinea la *performance* rispetto agli SPT e il relativo impatto sulle caratteristiche finanziarie e strutturali del bond; oltre a qualsiasi informazione che consenta agli investitori di monitorare il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità indicati dagli SPT. Tale rendicontazione dovrebbe essere pubblicata regolarmente, almeno una volta all'anno, o comunque per qualsiasi periodo di valutazione della performance degli SPT che porti ad un potenziale adeguamento delle caratteristiche finanziarie e strutturali del SLB.

Gli emittenti dovranno ottenere una revisione indipendente ed esterna sul loro livello di prestazioni rispetto a ogni SPT, redatta da un revisore esterno qualificato con competenze pertinenti. Per agevolare la scelta del revisore, l'ICMA fornisce ulteriori guide, le "*Guidelines for Green, Social, Sustainability and SustainabilityLinked Bonds External*"<sup>188</sup>, da ultimo aggiornate a giugno 2022 e valide per qualsiasi emissione in linea con i principi emanati dall'associazione. La verifica delle prestazioni rispetto agli SPT dovrebbe essere resa pubblicamente e facilmente reperibile dagli investitori. Contrariamente alla rendicontazione effettuata prima dell'emissione che è raccomandata, la verifica post emissione è un elemento necessario dei SLBP.

A livello globale, come nota una recente analisi dello studio legale internazionale Linklaters<sup>189</sup>, i Green Bond rimangono la categoria di obbligazioni sostenibili dominante, ma i SLB hanno visto la crescita più rapida, aumentando esponenzialmente il loro volume di mercato e continuando a crescere nel primo trimestre del 2022, salvo poi piegarsi al declino generale del mercato del debito subito nell'anno appena concluso.

---

<sup>188</sup> ICMA, *Guidelines for Green, Social, Sustainability and SustainabilityLinked Bonds External Reviews - June 2022*, giugno 2022, [www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org)

<sup>189</sup> Linklaters, *Global sustainable bond market raises \$442 billion in the first six months of this year with sustainability-linked bonds seeing sharpest growth*, 25 luglio 2022, [www.linklaters.com](http://www.linklaters.com)

L'Italia ha avuto un ruolo primario nello sviluppo degli SLB. Nel 2019 Enel S.p.A. è stata la prima ad emettere un SLB, denominato “*Enel’s General Purpose SDG Linked Bond*<sup>190</sup>”, collocandolo prima negli Stati Uniti e successivamente in Europa, per sostenere la propria strategia di sviluppo sostenibile in linea con l’Agenda 2030 delle Nazioni Unite. In particolare, l’ambizioso obiettivo è il 17 degli OSS<sup>191</sup>, ossia “*assicurare a tutti l’accesso a sistemi di energia economici, affidabili, sostenibili e moderni*”<sup>192</sup>.

---

<sup>190</sup> Enel S.p.A., *Enel’s General Purpose SDG Linked Bond - Context and Principles*, 4 settembre 2019, [www.enel.com](http://www.enel.com)

<sup>191</sup> Vedi Nota 7

<sup>192</sup> Più nel dettaglio l’obiettivo di sviluppo sostenibile n. 17 dell’Agenda 2030 delle Nazioni Unite è descritto come di seguito “*L’accesso all’energia è un prerequisito essenziale per raggiungere molti obiettivi di sviluppo sostenibile che si estendono ben al di là del settore energetico, come ad esempio l’eliminazione della povertà, aumentare la produzione alimentare, la fornitura di acqua pulita, miglioramento della sanità pubblica, migliorando l’istruzione, la creazione di opportunità economiche e l’emancipazione delle donne. Allo stato attuale, 1,6 miliardi di persone in tutto il mondo non hanno accesso all’energia elettrica.*

*L’Obiettivo 7 sostiene in tal modo l’accesso universale e affidabile ai servizi di produzione di energia moderni a prezzi accessibili. Dato che lo sviluppo sostenibile dipende lo sviluppo economico e dal clima, l’obiettivo 7 mira ad un notevole aumento della quota di energie rinnovabili nell’ambito delle energie globali e un raddoppiamento del tasso globale di miglioramento dell’efficienza energetica. Un altro obiettivo è quello di promuovere la ricerca nelle energie rinnovabili, nonché l’investimento in infrastrutture e tecnologie di energia pulita.*

*Obiettivo 7: Assicurare l’accesso all’energia a prezzi accessibili, affidabile, sostenibile e moderno per tutti*

*7.1: Entro il 2030, garantire l’accesso universale ai servizi energetici a prezzi accessibili, affidabili e moderni*

*7.2: Entro il 2030, aumentare notevolmente la quota di energie rinnovabili nel mix energetico globale*

*7.3: Entro il 2030, raddoppio del tasso globale di miglioramento dell’efficienza energetica*

*7.a: Entro il 2030, migliorare la cooperazione internazionale per facilitare l’accesso alla ricerca energetica e alla tecnologia, comprese le energie rinnovabili, l’efficienza energetica e la tecnologia avanzata e più pulita dei combustibili fossili, e promuovere gli investimenti nelle infrastrutture energetiche e tecnologie di energia pulita*

*7.b: Entro il 2030, espandere il sistema di infrastruttura e aggiornare la tecnologia per la fornitura di servizi energetici moderni e sostenibili per tutti i paesi in via di sviluppo, in particolare i paesi meno sviluppati, le isole minori e le zone senza sbocco sul mare di tali Stati in via di sviluppo, in accordo con i loro rispettivi programmi di sostegno”.*



Altra grande differenza rispetto ai Green Bond e ai Social Bond si rileva nella definizione dello *Use of proceeds*. Nel caso in esame e per i SLB in generale, la definizione utilizzata è “*General corporate purposes*” vista l’assenza, nella maggior parte dei casi, di un progetto specifico da realizzare. La struttura dell’*Enel’s General Purpose SDG Linked Bond* è caratterizzata inoltre dalla corresponsione di interessi *Step-up*. Infatti, qualora l’emittente non dovesse rispettare il raggiungimento degli obiettivi, adeguatamente definiti dai KPI e i corrispondenti SPT, l’investitore riceverà cedole a tasso d’interesse crescente. La predisposizione della *Secondary Opinion* e le seguenti verifiche sono state affidate ad Ernst & Young LLP<sup>193</sup>.

#### **2.4.1 Il caso Eni**

Il 7 luglio 2021, Eni si era già resa protagonista emettendo il primo SLB<sup>194</sup> da parte di un’azienda del settore petrolifero. Il bond, rispettoso dei principi delineati dall’ICMA, è stato riservato soltanto ad investitori istituzionali ed è stato quotato nel *Luxembourg Stock Exchange*, una delle borse valori più all’avanguardia e *leader* globale in tema di finanza sostenibile.

Tuttavia, la rilevanza mediatica di questo strumento finanziario è stata ampiamente superata dal più recente SLB, denominato “Obbligazioni Eni Sustainability-linked 2023/2028”.

Claudio Descalzi, Amministratore delegato di Eni, ha commentato: “*Eni è oggi una società estremamente robusta dal punto di vista finanziario e industriale, con un modello di crescita volto a valorizzare al meglio i business legati alla transizione energetica e quelli tradizionali che ne alimentano il successo, anch’essi soggetti al progressivo abbattimento delle emissioni e che continuano a garantire la sicurezza degli approvvigionamenti. Con questa consapevolezza vogliamo offrire al pubblico italiano uno strumento di risparmio solido, che possa renderlo partecipe del nostro cammino verso un’energia completamente decarbonizzata, tecnologicamente*

---

<sup>193</sup> Norton Rose Fulbright. *Sustainability-linked bonds*, agosto 2020, [www.nortonrosefulbright.com](http://www.nortonrosefulbright.com)

<sup>194</sup> Ufficio stampa Eni, *Eni successfully placed the first Euro-denominated sustainability-linked bond in its sector*, 7 luglio 2021, [www.eni.com](http://www.eni.com)

*avanzata e diversificata, e dell'ulteriore consolidamento della nostra capacità determinante di garantire la sicurezza energetica al Paese*"<sup>195</sup>.

Dopo undici anni, Eni è dunque tornata ad emettere un bond destinato al mercato *retail*<sup>196</sup>, il pubblico dei risparmiatori privati. La società era pronta ad emettere un prestito obbligazionario pari a un miliardo di Euro, aumentato poi sino a 2 miliardi visto l'eccesso della domanda. Infatti, l'emittente si è avvalso della facoltà di chiudere anticipatamente l'offerta, cominciata ufficialmente il 16 gennaio 2023, visto che l'ammontare complessivo dell'offerta di sottoscrizione è stato interamente collocato solo tre giorni dopo, decretando lo straordinario successo dell'operazione<sup>197</sup>.

Altro dato degno di nota è che si è trattato del primo prospetto, correlato all'emissione di un SLB, sottoposto all'approvazione della CONSOB. Oltre a descrivere sinteticamente le principali caratteristiche dell'emissione, l'autorità di vigilanza italiana ha rimarcato sul proprio sito web come l'adozione dei principi ICMA o di altri codici di autoregolamentazione siano necessari, vista l'assenza di un'adeguata integrazione normativa all'interno della cornice delineata dal Regolamento Tassonomia e dal Regolamento SFDR dell'Unione europea<sup>198</sup>.

Il lotto minimo sottoscrivibile da ciascun investitore è di 2 obbligazioni, corrispondenti a 2000 Euro. Visto il *surplus* della domanda, sarà interessante notare come saranno ripartiti gli ordini in caso di superamento dell'ammontare complessivo. Dato il prezzo del lotto minimo, se il numero di richiedenti non supererà il numero di lotti minimi disponibili, cioè un milione dato l'aumento del prestito obbligazionario, ogni richiedente avrà diritto al lotto minimo e se in seguito all'assegnazione ci saranno titoli residuali, questi verranno assegnati in misura proporzionale rispetto al valore delle richieste non soddisfatte e se dovesse risultare un ulteriore residuo, questo verrebbe spartito mediante sorteggio tra i richiedenti che hanno partecipato al riparto proporzionale. Altrimenti, se il numero dei richiedenti supererà l'ammontare dei lotti minimi disponibili, si ricorrerà direttamente al sorteggio data l'impossibilità di assegnare a ciascun richiedente un lotto minimo.

---

<sup>195</sup> Eni, *Al via dal 16 gennaio 2023 l'offerta delle obbligazioni Eni collegate ai propri obiettivi di sostenibilità: nuova emissione destinata al pubblico in Italia*, 11 gennaio 2023, [www.eni.com](http://www.eni.com)

<sup>196</sup> Sulla differenza fra investitori istituzionali e retail vedere Nota 16

<sup>197</sup> Marco Capponi. Milano Finanza, *Bond Eni: dopo il boom di richieste, oltre 2 mld, arriva la chiusura anticipata*, 19 gennaio 2023, [www.milanofinanza.it](http://www.milanofinanza.it)

<sup>198</sup> CONSOB, Stralcio, 16 gennaio 2023, [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

Il capitale è protetto, gli investitori riceveranno l'intero capitale investito alla scadenza del prestito, previsto per il 10 febbraio 2028. Gli interessi verranno pagati annualmente e il tasso fisso d'interesse è pari al 4,30%.

In realtà, soltanto l'ultima cedola, corrisposta il 10 febbraio 2028, sarà collegata al conseguimento degli SPT predisposti da Eni, ossia la riduzione delle emissioni dirette ed indirette di gas serra, gli *Scope 1* e *Scope 2* e l'aumento degli impianti di produzione di energia elettrica rinnovabile, fino a raggiungere un valore pari o superiore a 5 GW al 31 dicembre 2025. Obiettivi rispettivamente indicati nel prospetto come "Condizione del Net Carbon Footprint Upstream" e "Condizione della Capacità Installata da Rinnovabili". Il mancato raggiungimento di anche solo uno dei due obiettivi, determinerà un incremento dell'ultima cedola dello 0,50%<sup>199</sup>.

Il collocamento delle obbligazioni sarà diretto e coordinato da Intesa Sanpaolo e Unicredit, i due più grandi poli bancari italiani, a capo di un consorzio di collocamento e garanzia, attivato per questa emissione<sup>200</sup>.

Infine, è interessante constatare come nel "Rischio connesso alla possibilità che le Obbligazioni non siano un investimento adatto agli investitori che cercano un'esposizione ad attività con caratteristiche di sostenibilità", nella sezione del prospetto dedicata all'illustrazione dei rischi connessi all'offerta, si ribadisce che i proventi realizzati con l'emissione saranno destinati a generali scopi societari e che l'emissione in questione nulla ha che vedere con il perseguimento degli obiettivi di sostenibilità descritti nell'art. 9 del Regolamento Tassonomia<sup>201</sup> o con la realizzazione di progetti sostenibili a cui sono dedicati gli altri ESG Bond. Nel pieno rispetto degli obblighi di trasparenza verso gli investitori si ribadisce inoltre che il mancato rispetto degli obiettivi di sostenibilità "Condizione del Net Carbon Footprint Upstream" e

---

<sup>199</sup> "Il MOT (Mercato Telematico delle Obbligazioni) è l'unico mercato obbligazionario regolamentato italiano. Nato nel 1994, MOT ha avuto tra le sue principali finalità quelle di agevolare l'accesso dell'investitore privato al mercato obbligazionario e di rendere più efficiente l'operatività degli investitori professionali offrendo loro un sistema di negoziazione elettronico e completamente automatizzato dalla fase di inserimento della proposta di negoziazione sino alla liquidazione del contratto eseguito", definizione fornita da Borsa Italiana

<sup>200</sup>Prospetto informativo relativo all'offerta pubblica di sottoscrizione e alla ammissione a quotazione sul mercato telematico delle obbligazioni organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. di obbligazioni del prestito c.d. "sustainability-linked" denominato "Eni obbligazioni sustainability-linked 2023/2028", 11 gennaio 2023 [www.eni.com](http://www.eni.com)

<sup>201</sup>Vedi pag. 19

“Condizione della Capacità Installata da Rinnovabili”, non costituiranno alcun inadempimento da parte dell'emittente, ma rappresenteranno il presupposto di un incremento del valore dell'ultima cedola da corrispondere ai sottoscrittori.

Ciò dimostra come, in mancanza di una guida normativa su come strutturare un prodotto finanziario sostenibile, sia possibile consentire l'emissione di strumenti finanziari che, come nel caso in esame, permettono di remunerare maggiormente gli investitori quando l'obiettivo di sostenibilità non venga raggiunto dall'emittente, discostandosi paradossalmente dal fine ultimo della finanza sostenibile.

## CONCLUSIONI

Facendo riferimento alle più rilevanti fonti legislative in tema di finanza sostenibile e analizzando gli ESG Bond, l'elaborato si propone di delineare l'attuale quadro normativo nell'Unione europea e negli Stati Uniti d'America, mostrando analogie e differenze.

Il perseguimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile delineati dall'Agenda 2030 delle Nazioni Unite costituisce il punto di partenza delle più recenti politiche intraprese. È innegabile come l'Unione europea si attesti ad assumere un ruolo primario in materia. I più recenti interventi normativi descritti nel primo capitolo dimostrano come sia possibile concretizzare il percorso verso la sostenibilità all'interno di una tassonomia sufficientemente delineata e in attesa di essere implementata ulteriormente. L'Italia, dal canto suo, dimostra di non voler solo assistere allo sviluppo, bensì di ricoprire un ruolo da protagonista come dimostrato dagli ultimi interventi da parte delle autorità indipendenti di settore, Banca d'Italia e CONSOB su tutte.

Differente, per certi aspetti, il percorso intrapreso dagli Stati Uniti d'America. Complice la convivenza di 50 Stati federali con differenti culture e tradizioni, è innegabile quanto possa sembrare più arduo raggiungere *standard* di regolamentazione pari a quelli dell'Unione europea. Nonostante gli sforzi intrapresi dalla DOL e dalla SEC, di cui sarà necessario monitorare i prosegui, è importante continuare ad osservare e, anzi, non sottovalutare lo sviluppo del movimento anti-ESG testimoniato dalle ultime vicissitudini verificatisi in Texas. A tal proposito, non va neppure sottostimata la scelta di importanti fondi d'investimento come Vanguard di abbandonare movimenti sostenibili internazionali come la GFANZ ed anzi, sarebbe opportuno approfondire motivazioni e ragioni sottostanti, tutt'oggi da chiarire. Rimane innegabile che la logica del profitto non può essere superata dal perseguimento di obiettivi di sostenibilità, sono due percorsi che possono integrarsi, ma non sostituirsi completamente uno all'altro. Questa è la *ratio* della *Final ESG Rule*.

In ogni caso e nel rispetto degli investitori, tratto comune dei due ordinamenti è l'attenzione verso le informative ESG. L'Unione europea e la CSRD confermano una disciplina normativa all'avanguardia, sebbene in attesa di essere sviluppata tramite la promulgazione della normativa tecnica di regolamentazione. Del pari negli Stati Uniti, la SEC sembra muoversi, più lentamente, nella stessa direzione. Ovviamente, il mercato statunitense è più eterogeneo, ma in generale, le *public companies* danno l'impressione di aver compreso l'importanza dell'attività di *ESG reporting*, vista anche l'attenzione dedicata dagli investitori e dall'opinione pubblica verso la reputazione aziendale.

Premesso tale contesto, nel terzo capitolo si sono descritti gli ESG Bond, protagonisti della finanza sostenibile correlata al mercato del debito. Invero, ad oggi è assente una normativa di rango primario per l'emissione di questi strumenti finanziari. Lodevoli gli sforzi intrapresi dall'ICMA e anzi, probabilmente saranno il punto di partenza per un'auspicabile intervento del legislatore come per il processo iniziato all'interno dell'Unione europea con i Green Bond. Questi ultimi, insieme ai Social Bond, rappresentano il più utile e concreto strumento per il raggiungimento di obiettivi sostenibili. Il legame eziologico tra prestito obbligazionario e realizzazione del progetto sotteso risulta immediato e diretto. Sarebbe interessante assistere ed analizzare la risposta del pubblico *retail* alla possibilità di investire in questi prodotti finanziari.

Per quanto riguarda i Sustainability-linked Bond, sarebbe altrettanto interessante assistere ad una loro strutturazione più ambiziosa o comunque attribuire la giusta risonanza mediatica a prestiti obbligazionari che, nella maggior parte dei casi, sostanzialmente riaffermano obiettivi di sviluppo sostenibile già assunti nelle politiche d'impresa.

Tutto ciò premesso, in un mondo in cui la finanza, nel bene e nel male, è destinata ad occupare uno spazio sempre più rilevante, non può che essere accolta la prospettiva in cui essa si riveli un utile strumento per affrontare le tematiche racchiuse nel celebre acronimo ESG.

## BIBLIOGRAFIA

- Anne Barnard, *How Climate Change Can Supercharge Snowstorms*, The New York Times, 22 dicembre 2022, [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com)
- Antonio Gambaro, Rodolfo Sacco, *Sistemi Giuridici Comparati*, Utet Giuridica, 2018
- Brooke Masters e Patrick Temple-West, *Vanguard quits climate alliance in blow to net zero project*, Financial Times, 7 dicembre 2022, [www.ft.com](http://www.ft.com)
- Carmen Lu, David Silk, *Environmental, Social & Governance Law USA 2022-2023*, ICLG - International Comparative Legal Guides, 13 dicembre 2021, [iclg.com/practice-areas/environmental-social-and-governance-law/usa](http://iclg.com/practice-areas/environmental-social-and-governance-law/usa)
- Catherine M. Clarkin, Melissa Sawyer, and Joshua L. Levin, Sullivan & Cromwell LLP, *The Rise of Standardized ESG Disclosure Frameworks in the United States*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 22 giugno 2020, [corpgov.law.harvard.edu](http://corpgov.law.harvard.edu)
- Dan Carrol, *ESG Policy Developments in the United States*, Ascentys ESG, marzo 2022, [www.ascentys-esg.com](http://www.ascentys-esg.com)
- Dave Michaels, *SEC Is Investigating Goldman Sachs Over ESG Funds*, Wall Street Journal, 10 giugno 2022, [www.wsj.com](http://www.wsj.com)
- David Caleb Mutua, *Global ESG Bond Issuance Headed for First Full-Year Decline Ever*, Bloomberg, 7 dicembre 2022, [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)
- David Caleb Mutua, *Sustainable Debt Issuance Fell Amid Rates Turmoil, ESG Pushback*, Bloomberg, 5 gennaio 2023, [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)
- David Hackett, Reagan Demas, Douglas Sanders, Jessica Wicha e Aleesha Fowler, *GROWING ESG RISKS: THE RISE OF LITIGATION*, Environmental Law Institute, Washington DC, 2022, [insightplus.bakermckenzie.com](http://insightplus.bakermckenzie.com)
- *DOL Issues Final ESG Rule, Allowing Latitude for Fiduciaries to Consider Environmental, Social, and Governance (ESG) Factors*, O'Melveny, 12 Dicembre 2022, [www.omm.com](http://www.omm.com)
- Eugenio Occorsio, *“Vi racconto com'è nata la finanza sostenibile”*, La Repubblica, 16 dicembre 2021, [www.repubblica.it](http://www.repubblica.it)

- Felix Mormann, *Texas 's war against ESG investing is ingenious but futile*, The Washington Post, 19 settembre 2022, [www.washingtonpost.com](http://www.washingtonpost.com)
- *Gli Usa in ginocchio per la tempesta artica, oltre 50 morti*, ANSA, 27 dicembre 2022, [www.ansa.it](http://www.ansa.it)
- *Global sustainable bond market raises \$442 billion in the first six months of this year with sustainability-linked bonds seeing sharpest growth*, Linklaters, 25 luglio 2022, [www.linklaters.com](http://www.linklaters.com)
- Lauren Foster, *BlackRock, State Street grilled by Texas as ESG row escalates*, Financial News 16 dicembre 2022, [www.fnlondon.com](http://www.fnlondon.com)
- Mauro Bellini, *Disclosure ESG: le regole e le sfide per il banking sotto la lente di Banca d'Italia*, ESG360, 4 gennaio 2023, [www.esg360.it](http://www.esg360.it)
- *Moody's acquisisce la partecipazione di maggioranza in Vigeo Eiris, leader globale delle valutazioni ESG*, ANSA, 15 aprile 2019, [www.ansa.it](http://www.ansa.it)
- Natalie Kenway, *Morningstar acquires ESG data firm Sustainalytics*, ESG Clarity, 21 aprile 2020, [esgclarity.com](http://esgclarity.com)
- *Parlamento UE: proposte modifiche all'European Green Bond Standard per ridurre il greenwashing*, ESG News, 2022, [esgnews.it](http://esgnews.it)
- Pierciro Galeone e Marco Meneguzzo, *La finanza sociale. Pubblico, privato, non profit: le prospettive comuni in Europa e in Italia*, Rubettino, 2016
- Polly Bindman, *How climate denial became the anti-ESG movement*, Sustainable finance, 20 dicembre 2022, [www.energymonitor.ai](http://www.energymonitor.ai)
- Rita Rolli, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa, Modelli di governance e nuove responsabilità*, il Mulino, 2021
- *S&P Dow Jones Indices Acquires Trucost*, PR Newswire, 3 ottobre 2016, [www.prnewswire.com](http://www.prnewswire.com)
- S.N. Gary, *Best Interest in the Long Term Fiduciary Duties and ESG Integration*, University of Colorado Law Reviews, 2019
- Sebastiaan Niels Hooghiemstra, *The ESG Disclosure Regulation - New Duties for Financial Market Participants & Financial Advisers*, SSRN, 22 marzo 2020, [ssrn.com/abstract=3558868](http://ssrn.com/abstract=3558868)
- Sebastian Niles, *Corporate Governance Law in the USA 2022-2023*, ILCG, 6 settembre 2022, [iclg.com/practice-areas/corporate-governance-laws-and-regulations/usa](http://iclg.com/practice-areas/corporate-governance-laws-and-regulations/usa)



- *Social bond: cosa sono e perché sono importanti*, ESG News, 19 ottobre 2022, [esgnews.it](https://www.esgnews.it)
- Stefania Peveraro, *Hera prepara il primo green-bond italiano*, Milano Finanza, 20 giugno 2014, [www.milanofinanza.it](http://www.milanofinanza.it)
- *Sustainability-linked bonds*, Norton Rose Fulbright, agosto 2020, [www.nortonrosefulbright.com](http://www.nortonrosefulbright.com)
- Vitaliano D’Angerio, *l’inventore della sigla Esg: «Volevo aiutare i fondi pensione a investire»*, Il Sole 24 Ore, 17 gennaio 2022, [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)
- Vitaliano D’Angerio, *La Sec bacchetta Goldman Sachs: troppe leggerezze sull’Esg*, Il Sole 24 Ore, 24 novembre 2022, [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

## MATERIALI

- Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile, [www.agenziacoazione.gov.it](http://www.agenziacoazione.gov.it)
- Apple Inc., *Annual Green Bond Impact Report Fiscal Year 2021 Update*, [s2.q4cdn.com/470004039/files/doc\\_downloads/additional\\_reports/2022/Apple\\_GreenBond\\_Report.pdf](https://s2.q4cdn.com/470004039/files/doc_downloads/additional_reports/2022/Apple_GreenBond_Report.pdf)
- Bank of America Corp., *ESG-themed Issuance Framework*, novembre 2021, [d1io3yog0oux5.cloudfront.net/bankofamerica/files/pages/bankofamerica/db/843/description/BAC\\_ESG\\_Bonds\\_Framework.pdf](https://d1io3yog0oux5.cloudfront.net/bankofamerica/files/pages/bankofamerica/db/843/description/BAC_ESG_Bonds_Framework.pdf)
- BEI, *Climate Awareness Bonds. The world’s first green bond*, [www.eib.org](http://www.eib.org)
- BlackRock 2020 Annual Report, [www.blackrock.com](http://www.blackrock.com)
- Borsa Italiana, Glossario finanziario, [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)
- Cass., 29 marzo 2019, n. 8755 e Cass. 17 gennaio 2018, n. 901
- Cass., 29 settembre 2006, n. 19024 e Cass., 17 settembre 2013, n. 212555
- Cass., sez. un. 11 novembre 2008, n. 26972, 26973, 26974, 26975
- Cass., 25 settembre 2012, n. 7256
- Cass., sez. un., 11 gennaio 2008, n. 581
- Cass., sez. un., 5 luglio 2017, n. 16601
- CFA, *Global ESG Disclosure Standards for Investment Products – Errata*

- June 2022, [www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org)
- Clean Water Act, [www.epa.gov/laws-regulations/history-clean-water-act](http://www.epa.gov/laws-regulations/history-clean-water-act)
  - Codice civile italiano
  - Commissione Europea, Accordo di Parigi, [climate.ec.europa.eu](http://climate.ec.europa.eu)
  - Commissione Europea, Action Plan, [eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu)
  - Commissione Europea, *Corporate sustainability reporting*, [finance.ec.europa.eu](http://finance.ec.europa.eu)
  - Commissione Europea, *DOCUMENTO DI RIFLESSIONE VERSO UN'EUROPA SOSTENIBILE ENTRO IL 2030*, 30 gennaio 2019, [commission.europa.eu](http://commission.europa.eu)
  - Commissione Europea, *Finanza sostenibile: il piano d'azione della Commissione per un'economia più verde e più pulita*, Comunicato stampa 8 marzo 2018, [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu)
  - Constitution of the United States, [www.senate.gov](http://www.senate.gov)
  - Costituzione italiana
  - Council of Europe Development Bank (CEB), *Council of Europe bank issues a new social inclusion bond to bolster its response to Ukraine refugee crisis*, 7 aprile 2022, [www.coe.int](http://www.coe.int)
  - Council of Europe Development Bank (CEB), *La CEB emette un'obbligazione di inclusione sociale in risposta alla pandemia di COVID-19*. Strasburgo, 8 aprile 2020, [www.coe.int](http://www.coe.int)
  - Darrick Jolliffe e Carol Hedderman, *Peterborough Social Impact Bond: Final Report on Cohort 1 Analysis*, University of Leicester, agosto 2014, [assets.publishing.service.gov.uk](http://assets.publishing.service.gov.uk)
  - Decreto legislativo del 30 dicembre 2016, n. 254 in attuazione della direttiva UE 95/2014, [www.normattiva.it](http://www.normattiva.it)
  - Delaware General Corporation Law, [delcode.delaware.gov](http://delcode.delaware.gov)
  - Direttiva UE 2013/34
  - Direttiva UE 2022/2464, *Corporate Sustainability Reporting Directive*,
  - Direttiva UE 95/2014, “*Non Financial Reporting Directive*” (NFRD)
  - Employee Retirement Income Security Act del 1974 e successive modifiche (ERISA), [www.dol.gov](http://www.dol.gov)
  - *ENEL Green Bond Framework*, novembre 2018, [www.enel.com](http://www.enel.com)

- Enel S.p.A., *Enel’s General Purpose SDG Linked Bond - Context and Principles*, 4 settembre 2019, [www.enel.com](http://www.enel.com)
- Eni S.p.A., *Prospetto informativo relativo all’offerta pubblica di sottoscrizione e alla ammissione a quotazione sul mercato telematico delle obbligazioni organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. di obbligazioni del prestito c.d. "sustainability-linked" denominato “Eni obbligazioni sustainability-linked 2023/2028”*, 11 gennaio 2023, [www.eni.com](http://www.eni.com)
- Eni, *Al via dal 16 gennaio 2023 l’offerta delle obbligazioni Eni collegate ai propri obiettivi di sostenibilità: nuova emissione destinata al pubblico in Italia*, comunicato stampa, 11 gennaio 2023, [www.eni.com](http://www.eni.com)
- Eni, *Eni successfully placed the first Euro-denominated sustainability-linked bond in its sector*, comunicato stampa, 7 luglio 2021, [www.eni.com](http://www.eni.com)
- Eni, *Indici e rating ESG. “Indici e rating ESG-Eni si è classificata ai primi posti per le sue attività Environmental, Social, Governance (ESG) ed è presente nei principali indici ESG”*, [www.eni.com](http://www.eni.com)
- Eni, *Neutralità carbonica al 2050*, 2021, [www.eni.com](http://www.eni.com)
- Environmental Protection Agency (EPA), *The Origins of EPA*, [www.epa.gov](http://www.epa.gov)
- EPA, *Basic Information on Enforcement*, [www.epa.gov](http://www.epa.gov)  
[eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu)
- European Investment Bank (EIB), *15 years of EIB green bonds: leading sustainable investment from niche to mainstream*, 5 luglio 2022, [www.eib.org](http://www.eib.org)
- *Executive Order on Tackling the Climate Crisis at Home and Abroad*, 27 gennaio 2021, [www.whitehouse.gov](http://www.whitehouse.gov)
- Final ESG Rule, [www.dol.gov](http://www.dol.gov)
- Final report of the High-level expert group on sustainable finance, 2018, [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu)
- *Final Report on Social Taxonomy Platform on Sustainable Finance*, February 2022, [www.improntaetica.org](http://www.improntaetica.org)
- *Financial Factors in Selecting Plan Investments*, 85 Fed. Reg. 72846 (Nov. 13, 2020) e *Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting Shareholder Rights*, 85 Fed. Reg. 81658 (Dic. 16, 2020), [www.govinfo.gov](http://www.govinfo.gov)
- Fiona Reynolds, Nick Robins, David Pitt-Watson, Gavin Power, *Fiduciary*

- Duty in the 21st Century*, pubblicato da PRI, UNEP FI, UNEP Inquiry e UN Global Compact. UN Global Compact, 2015
- Fondazione Cariplo, *Quaderni dell'osservatorio. I SOCIAL IMPACT BOND. La finanza al servizio dell'innovazione sociale?*, 2013, [www.fondazionecariplo.it](http://www.fondazionecariplo.it)
  - Forum per la Finanza Sostenibile, *Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale*, 2017, [finanzasostenibile.it](http://finanzasostenibile.it)
  - G&A Institute, *2022 Sustainability reporting focus*, 2022,
  - G&A Institute, *FLASH REPORT: 86% of S&P 500 Index® Companies Publish Sustainability / Responsibility Reports in 2018*,
  - G&A Institute, *New G&A Institute Research Shows Sustainability Reporting by Largest U.S. Public Companies Reached All-Time Highs in 2021*, 16 novembre 2022, [www.ga-institute.com](http://www.ga-institute.com)
  - Green Deal europeo, [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu)
  - ICMA, *Green Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds June 2021 (with June 2022 Appendix 1)*, giugno 2022, [www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org)
  - ICMA, *Guidelines for Green, Social, Sustainability and SustainabilityLinked Bonds External Reviews - June 2022*, giugno 2022, [www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org)
  - ICMA, *Social Bond Principles - Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds Principles June 2021 (with June 2022 Appendix 1)*, giugno 2022, [www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org)
  - ICMA, *Sustainability-Linked Bond Principles - Voluntary Process Guidelines*, giugno 2020, [www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org)
  - ICMA, *The Principles, Guidelines and Handbooks*, 2023, [www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org)
  - Intesa Sanpaolo, *Green, Social and Sustainability Bond Framework*, giugno 2022, [group.intesasanpaolo.com](http://group.intesasanpaolo.com)
  - Intesa Sanpaolo, *Social Bond Investor presentation*, ottobre 2022, [group.intesasanpaolo.com](http://group.intesasanpaolo.com)
  - Marco Capponi, *Bond Eni: dopo il boom di richieste, oltre 2 mld, arriva la chiusura anticipata*, Milano Finanza, 19 gennaio 2023, [www.milanofinanza.it](http://www.milanofinanza.it)

- Model Business Corporation Act (updated through September 2021), [www.americanbar.org](http://www.americanbar.org)
- Nadia Linciano, Valeria Caivano, Daniela Costa, Simona Di Rocco, Monica Gentile. *Emerging trends in sustainable investing and cryptoasset markets*. CONSOB, giugno 2022, [www.consob.it](http://www.consob.it)
- OSHA, *OSHA at 30: Three Decades of Progress in Occupational Safety and Health*, [www.osha.gov](http://www.osha.gov)
- Oxford Government Outcomes Blog., *Kotouttamisen (KOTO) Social Impact Bond*, ultimo aggiornamento 6 gennaio 2022, [golab.bsg.ox.ac.uk](http://golab.bsg.ox.ac.uk)
- Poste Italiane, *Poste Italiane entra per il quarto anno consecutivo negli indici di sostenibilità Dow Jones*, 10 dicembre 2022, [www.posteitaliane.it](http://www.posteitaliane.it)
- Press Realese, Vanguard, 7 dicembre 2022, [vanguard-sos.com](http://vanguard-sos.com)
- PRI, Principles for Responsible Investment, [www.unpri.org/](http://www.unpri.org/)
- Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on European green bonds 2021/0191, [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu)
- Proposed ESG Rule, October 14, 2021, [www.govinfo.gov](http://www.govinfo.gov)
- Questions and answers (Q&A) on the SFDR Delegated Regulation (Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288), [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)
- Regolamento UE 2017/1129, Regolamento Prospetto
- Regolamento UE 2017/565, MiFID II
- Regolamento UE 2019/2088, *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, [eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu)
- Regolamento UE 2019/2089, *Low-Carbon Regulation*
- Regolamento UE 2020/852, *Taxonomy Regulation*, [eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu)
- *Report on Climate-Related Financial Risk 2021*, [home.treasury.gov](http://home.treasury.gov)
- Securities Act of 1933
- Securities Exchange Act of 1934
- Council of Europe Development Bank, *Social Inclusion Bond Framework*
- Stralcio CONSOB, 16 gennaio 2023, [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)
- Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)
- Tommaso Loizzo e Federico Schimperna, *ESG disclosure: regulatory framework and challenges for Italian banks*, Banca d'Italia Occasional

- Papers, Number 744 – December 2022, [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)
- U.S. Securities and Exchange Commission, *Comm'n Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change*, Release No. FR-82, Release No. 33-9106, Release No. 34-61469, 2 febbraio 2010, [www.sec.gov](http://www.sec.gov)
  - U.S. Securities and Exchange Commission, *Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures - Fact Sheet*, [www.sec.gov](http://www.sec.gov)
  - U.S. Securities and Exchange Commission, *SEC Announces Enforcement Task Force Focused on Climate and ESG Issues*, 4 Marzo 2021, Press Release, Washington D.C., [www.sec.gov](http://www.sec.gov)
  - U.S. Securities and Exchange Commission, *Statement on Nasdaq's Diversity Proposals – A Positive First Step for Investors*, agosto 2021, [www.sec.gov](http://www.sec.gov)
  - U.S. Securities and Exchange Commission, *Statement on the Review of Climate-Related Disclosure*, febbraio 2021, [www.sec.gov](http://www.sec.gov)
  - United Nations Environment Programme Finance Initiative, [www.unepfi.org/](http://www.unepfi.org/)
  - Vale S.A. Sec. Litig., No. 1:15-cv-9539-GHW, 2017 U.S. Dist. LEXIS 42513 (S.D.N.Y. Mar. 23, 2017) e Vale S.A. Sec. Litig., No. 19-CV-526, 2020 U.S. Dist. LEXIS 91150 (E.D.N.Y. May 20, 2020)
  - Who Cares Wins, [documents1.worldbank.org](http://documents1.worldbank.org)
  - World Economic Forum, *Our Mission*, [www.weforum.org](http://www.weforum.org)
  - Yum! Brands, Inc. SEC Litig., 73 F. Supp. 3d at 857 e Yum! Brands, Inc. SEC Litig., 73 F. Supp. 3d at 857 e Bondali v. Yum! Brands Inc., 620 Fed. App'x 483, 490 (6th Cir. 2015)